

ISSN 2310-2624



ВІСНИК

НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ



ЩОКВАРТАЛЬНИЙ
НАУКОВО-ПРАКТИЧНИЙ ЖУРНАЛ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

№236 Червень 2016

ВІСНИК

НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

№ 236

Щоквартальний науково-практичний журнал
Національного банку України

Регулярно видається з березня 1995 року

Редакційна колегія

Сологуб Д.

Голова Редакційної
колегії, заступник Голови
Національного банку України

Рашкован В.

Заступник Голови
Національного банку України

Ваврищук В.

Директор Департаменту
фінансової стабільності
Національного банку України

Городніченко Ю.

Професор Університету
Каліфорнії, Берклі, PhD

Петрик О.

Альтернативний виконавчий
директор Міжнародного
валютного фонду, доктор
економічних наук

Ніколайчук С.

Заступник Голови Редакційної
колегії, директор Департаменту
монетарної політики та
економічного аналізу
Національного банку
України, кандидат
економічних наук

Кривцов О.

Департамент міжнародного
економічного аналізу Банку
Канади, Директор, PhD

Купе Т.

Професор Київської школи
економіки,
провідний науковий співробітник
Київського економічного
інституту, PhD

**Засновник і видавець:**

Національний банк України

Редакційна колегія забезпечує
дотримання стандартів
видавничої етики

Під час передруку матеріалів,
опублікованих у журналі "Вісник
Національного банку України",
розміщення гіперпосилання на
першоджерело обов'язкове

Редакційна колегія може
публікувати матеріали в
порядку обговорення, не
поділяючи думку автора

Відповідальність за точність
викладених фактів несе автор

Відповідальні за випуск:

Роман Лисенко
roman.lysenko@bank.gov.ua,
Роман Підвисоцький
roman.pidvysotskyi@bank.gov.ua

© Національний банк України 1995–2016
Усі права захищено

Адреса: Україна, м. Київ, 01601, вул. Інститутська, 9

Дизайн і верстка:

ТОВ "ІНПРЕС".

Адреса: Україна, м. Київ, 01135, вул. Золотоустівська, 46, офіс 7.
Телефон: +380 (44) 234-78-68.

ВСТУПНЕ СЛОВО

ГОЛОВИ РЕДАКЦІЙНОЇ КОЛЕГІЇ ЖУРНАЛУ

“ВІСНИК НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

Шановні читачі!

19 – 20 травня в Києві відбулася Перша щорічна дослідницька конференція Національного банку України “Трансформація діяльності центральних банків”, організована спільно з Національним банком Польщі та за підтримки уряду Канади і Київської школи економіки. В роботі заходу взяли участь більше 300 учасників, зокрема фахівці центральних банків і міжнародних фінансових організацій, представники української та світової академічної спільноти. Проведення цієї міжнародної конференції стало черговим кроком у цілеспрямованій та послідовній роботі Національного банку щодо налагодження взаємодії з міжнародним експертним співтовариством у сфері досліджень. Розвиток цього напрямку є невід’ємною складовою діяльності більшості центральних банків світу, оскільки прикладні та фундаментальні дослідження – необхідна передумова підготовки і прийняття центральним банком якісних управлінських рішень.

Оглядова стаття “Міжнародна дослідницька конференція “Трансформація діяльності центральних банків”. Головне” з результатами та висновками доповідей конференції відкриває цей випуск журналу. Матеріал структуровано відповідно до хронології ключових виступів, дослідницьких секцій та панельних дискусій. Аналізуючи швидкоплинні макроекономічні зміни в багатьох країнах та перетворення, що відбуваються в межах глобального фінансового ринку, учасники заходу наголошували, що ці чинники значною мірою змінюють сутність світової банківської системи. За таких умов центральні банки проводять системну трансформацію своїх функцій. Широкий спектр проблем, які постають перед центробанками, спонукає їх до пошуку нових ідей, розробки на основі аналітичних даних та найкращого світового досвіду нових інструментів і підходів для вирішення нагальних проблем. З метою досягнення своїх основних цілей (цінова і фінансова стабільність, стійке економічне зростання) центральні банки нині використовують низку нестандартних монетарних інструментів, працюють над удосконаленням монетарного трансмісійного механізму та макропруденційного нагляду, по-новому підходять до питання регулювання потоків капіталу, впроваджують інноваційні моделі у сфері платіжних операцій тощо. Стаття фокусується на ключових висновках доповідей та обговорень за їх результатами, на рекомендаціях для використання в поточній і майбутній діяльності центральних банків.

Наступна стаття випуску – “Архітектура та повноваження макропруденційних органів: світовий досвід та дороговкази для України” авторства Андрія Даниленка та

Вікторії Санжаровської – присвячена питанню розробки архітектури макропруденційного регулювання як ключового елемента забезпечення фінансової стабільності. Загальні принципи, що визначені міжнародними інституціями, допускають різні варіанти реалізації макропруденційного нагляду відповідно до рівня розвитку фінансової системи кожної країни, а також з урахуванням розподілу повноважень у цій сфері між урядом та центральним банком. У більшості країн право на здійснення макропруденційного нагляду належить центральному банку, особливо якщо він також має широкі повноваження щодо нагляду та регулювання у фінансовому секторі. На основі аналізу особливостей банкоцентричної фінансової системи України та світової практики автори роблять висновок про доцільність надання Національному банку України мандата на здійснення макропруденційного нагляду.

Статтю Олександра Фарини “Нелінійний ефект перенесення обмінного курсу на внутрішні ціни в Україні” присвячено оцінюванню асиметричного впливу зміни номінального ефективного обмінного курсу на рівень споживчих цін в Україні з урахуванням напряму та розміру валютно-курсних коливань. Автор встановив, що ефект перенесення на базову інфляцію є значно більшим унаслідок девальвації національної грошової одиниці, ніж у випадку ревальвації, що може свідчити про високий рівень монополізації ринків. Також згідно з результатами дослідження реакція споживчих цін на малі, помірні та великі зміни валютного курсу є нелінійною. Тоді як малі та великі курсові коливання значною мірою переносяться на рівень споживчих цін, вплив помірних коливань є незначущим. Стаття надає ще один доказ на користь застосування Національним банком режиму інфляційного таргетування, що характеризується помірними коливаннями обмінного курсу. Водночас висновки статті демонструють, чому раніше в умовах жорсткої прив’язки курсу і періодичних валютних криз споживча інфляція була настільки заякорена на динаміці обмінного курсу.

Сподіваємося, представлені в цьому випуску матеріали будуть корисними широкому колу експертів, фахівців і дослідників з питань макроекономічного та монетарного розвитку, банківської справи тощо. Редакційна колегія запрошує всіх охочих долучитися до проведення нових досліджень та надсилати оригінальні статті з обґрунтованими висновками і пропозиціями для подальшого розгляду та публікації в журналі “Вісник Національного банку України”.

З повагою

Дмитро Сологуб

ЗМІСТ

Сергій Ніколайчук, Роман Підвисоцький

Міжнародна дослідницька конференція

“Трансформація діяльності центральних банків”.

Головне

6

Андрій Даниленко, Вікторія Санжаровська

Архітектура та повноваження макропруденційних органів:

світовий досвід та дороговкази для України

20

Олександр Фарина

Нелінійний ефект перенесення обмінного курсу

на внутрішні ціни в Україні

32

Міжнародна дослідницька конференція “Трансформація діяльності центральних банків”. Головне

■ **Сергій Ніколайчук**
Національний банк України

■ **Роман Підвисоцький**
Національний банк України

У травні 2016 року відбулася перша щорічна дослідницька конференція Національного банку України на тему “Трансформація діяльності центральних банків”. У роботі цього представницького міжнародного форуму взяли участь загалом понад 300 учасників, серед яких – фахівці центральних банків і міжнародних фінансових організацій, представники української та світової академічної спільноти. Питання, що розглядалися на конференції, включали останні тенденції розвитку центральних банків: від монетарної політики в умовах низьких процентних ставок і загрози дефляції, питань фінансової стабільності та управління потоками капіталу – до впливу нових фінансових технологій і культурних особливостей на трансформаційні процеси в центральних банках.

Останні десятиліття світова фінансова система змінюється надзвичайно динамічно. Тому центральні банки (ЦБ) також повинні якісно і швидко трансформуватися, щоб відповідати економічним процесам і фінансовим ринкам, які бурхливо розвиваються та стають дедалі складнішими.

Велика рецесія засвідчила, що традиційний набір інструментів центрального банку може виявитися недостатнім для відновлення сталого економічного зростання та фінансової стабільності. Тому впродовж останніх десяти років центральні банки активно впроваджували нові підходи та заходи регулювання.

Зокрема, ЦБ розвинутих країн усе більше використовують нестандартні інструменти для боротьби з дефляційним тиском. Водночас ЦБ, які вважаються взірцем реалізації монетарної політики за режиму інфляційного таргетування (IT), повернулися до практики застосування спеціальних методів управління валютним курсом (що в минулому вважалося несумісним із цим монетарним режимом). Наприклад, Національний банк Чехії активно використовує практику утримання верхньої планки рівня обмінного курсу, а центральний банк Швеції розглядає можливість використання валютних інтервенцій на додачу до монетарних інструментів, щоб забезпечити досягнення цільового рівня інфляції.

Усі ці інструменти допомагають центральним банкам досягати своїх цілей, але водночас вони створюють передумови для виникнення інших проблем. Унаслідок активної ролі ЦБ глобальна економіка стала залежнішою від стимулів, що надаються ними.

Кількісне пом'якшення, запроваджене як захід антикризового регулювання, стало інструментом, який використовується на постійній основі. Нині сучасні ЦБ є не лише кредиторами останньої інстанції, а й активними учасниками на ринку суверенних та корпоративних облігацій. У зв'язку з цим перед ними постала проблема доцільності перетворення кількісного пом'якшення на стандартний інструмент макроекономічного управління.

Світова криза 2008 – 2009 років, а також боргова криза в ЄС змінили уявлення про основні завдання ЦБ. До кризи вважалося, що ЦБ мають зосереджуватися на цінновій стабільності та забезпеченні стійкого економічного зростання. Такий підхід спонукав регуляторів не зважати на накопичення системних дисбалансів у фінансовому секторі та пов'язаних із ними ризиків. Після кризи сформувався консенсус щодо необхідності приділяти більше уваги макропруденційному нагляду, який ґрунтується на аналізі системних ризиків та спрямований на запобігання фінансовим кризам. Фінансова стабільність стала другою за пріоритетністю ціллю сучасного центрального банку, але для деяких ЦБ ця ціль за своєю важливістю прирівнюється до цілі цінновій стабільності.

Сучасні інформаційні та інші технології також суттєво впливають на ведення банківського бізнесу, змінюючи сутність банківської системи. Високі капітальні витрати і жорстке регулювання дедалі більше витісняють традиційний банківський бізнес у бік так званого “тіньового банкінгу”. Відповідно такі сфери, як віртуальні валюти, блокчейн-додатки, краудфандинг та P2P-кредитування не тільки відображають тенденцію до підвищення ефективності і створення інноваційних бізнес-моделей, а й ставлять на порядок денний питання щодо нагляду за ними з боку регуляторів.

Саме для розгляду цих проблем і була організована перша дослідницька конференція Національного банку України (спільно з Національним банком Польщі та за підтримки уряду Канади і Київської школи економіки). Або, іншими словами, – для відповіді на запитання “яким має бути центральний банк майбутнього?”, як зазначила, відкриваючи конференцію, Голова Національного банку України **Валерія Гонтарева**. Окремо у своєму вступному слові Голова НБУ розповіла про трансформаційні процеси, які відбуваються в українській фінансовій системі та НБУ зокрема. Також В. Гонтарева підкреслила, що, враховуючи швидкий темп змін, НБУ у своїй трансформації має орієнтуватися навіть не на поточний стан провідних ЦБ світу, а на їхнє бачення своєї ролі через 5 – 10 років.

Конференція включала п’ять дослідницьких сесій, три панельні дискусії, а також головну доповідь ключового спікера та окремо вступну доповідь до другого робочого дня.

Дослідницька секція 1. “Ціноутворення”

Першу дослідницьку сесію відкрив **Олексій Кривцов** (Банк Канади) презентацією спільно з **Карлосом Карвальо** (Папський католицький університет Ріо-де-Жанейро) праці “Відбір цін, інфляційна динаміка та моделі негнучких цін”. Автори дослідження проаналізували придатність двох класичних моделей ціноутворення (Кальво та Голосова-Лукаса) для пояснення динаміки інфляції у Великобританії з використанням великого масиву даних цінових змін.

Розширюючи класичне бачення інфляції як результату відбору рівня цін (механізму корекції цін), що залежить від частки цін, які змінюються протягом періоду, та середнього розміру зміни цін, доповідач запропонував останню складову розкласти на відхилення від усередненого рівня вихідної ціни та нової ціни.

За результатами дослідження інфляція у Великобританії слабко корелює з рівнем вихідної ціни, коливання якої відносно середнього рівня пояснюють лише 16% інфляційних коливань. Відповідно інфляцію насамперед зумовлюють коливання відхилення нових цін відносно усередненого рівня.

Відповідаючи на запитання щодо впливу рівня конкуренції на ціноутворення, О. Кривцов зазначив, що розширення моделі для врахування впливу концентрації ринку можливе, наприклад, у процесі аналізу різних груп товарів у різних секторах. Результатом цього може стати встановлення існування відмінностей у ціноутворенні для різних груп товарів та/або секторів залежно від рівня ринкової концентрації.

Олександр Талавера (Шеффілдський університет) презентував дослідження “Формування цін на онлайн ринках”, співавторами якого є **Юрій Городніченко** (Університет Каліфорнії, Берклі) та **В’ячеслав Шереміров** (Федеральний резервний банк Бостона). У представленій праці автори експериментально встановлювали особливості ціноутворення на онлайн ринках, яке гіпотетично має бути гнучкішим, ніж на стандартних ринках. На думку авторів, це зумовлюють такі фактори, як відносна легкість перегляду номінальних цін, ефективність онлайн сервісів пошуку товарів та порівняння цін, за допомогою яких споживач самостійно здійснює моніторинг товарів і аналізує цінові пропозиції.

Результати моделювання, представлені в доповіді, засвідчили, що цінова поведінка на онлайн-ринках має ті самі недоліки, що й на стандартних ринках, – негнучкість цін і значну дисперсію. Однак саме особливості ціноутворення на онлайн ринках можуть пояснити реакцію продавців на зовнішні шоки, наприклад, продавці схильні змінювати ціни в періоди надвисокого попиту, які збігаються у США з такими святами, як Різдво, День подяки тощо. Також автори підтвердили припущення про короткострокову природу сезонних цінових сплесків.

Під час обговорення учасники конференції дійшли згоди, що роль онлайн ринків зростає, а використання спеціальних інструментів збору й обробки онлайн даних має перспективи стати для центробанків дієвим інструментом моніторингу та контролю інфляції.

Антон Наків (Європейський центральний банк) презентував дослідження, співавтором якого є **Люка Дедола** (CEPR), “Ціноутворення, залежне від стану, та парадокс гнучкості”. Ключове питання, поставлене в дослідженні: чи є підвищення гнучкості цін фактором макроекономічної стабілізації? Доповідач представив результати моделювання впливу ціноутворення з цінами, залежними від стану, на макроекономічну стабілізацію, а також проаналізував стабілізаційні характеристики моделі Кальво та моделі фіксованих цін.

Серед основних результатів моделювання А. Наков виокремив такі: 1) за відсутності ІТ модель цін, залежних від стану, спричиняє більшу дестабілізацію, ніж модель Кальво; 2) вищий рівень цінової гнучкості визначає вищий дестабілізаційний вплив; 3) парадокс гнучкості не є специфічним рудиментом лише моделі Кальво. Висновок авторів – основним фактором забезпечення макроекономічної стабілізації є монетарна політика, яка дає змогу контролювати інфляційні процеси в економіці.

Дослідницька секція 2. “Правила монетарної політики”

Номінальні цілі посідають центральне місце в дизайні монетарної політики, наголосив **Рок Арментер** (Федеральний резервний банк Філадельфії), представляючи дослідження “*Ризики номінальних цілей*”. Такими номінальними цілями можуть бути інфляція, рівень цін або номінальний ВВП. Саме ІТ довело свою успішність у приборканні високої інфляції як у розвинутих країнах, так і в країнах, що розвиваються. Як приклади успіху Р. Арментер наводив Ізраїль та Польщу. Водночас проблемою є те, що нині в цих країнах інфляція вже тривалий час нижча, ніж її цільовий показник.

У своєму дослідженні Р. Арментер ставить питання, чи спроможне ІТ подолати занадто низьку інфляцію? Він розглядає новокейнсіанську модель в умовах наближення процентної ставки політики до нульового рівня.

Головний висновок дослідження такий: зобов’язання центрального банку щодо номінальної цілі є необхідною, проте недостатньою умовою її досягнення. Незважаючи на досягнення нульового рівня процентних ставок, інфляційні очікування залишаються досить добре закореними.

Проте як тільки зникає впевненість економічних агентів у тому, що центральний банк може забезпечити зростання інфляції до цільового рівня, він уже не має можливості її досягти і знову здобути довіру. На протипагу попереднім напрацюванням у цьому напрямі, Р. Арментер аргументує, що використання в ролі номінальної цілі рівня цін не вирішує проблеми з поверненням очікувань до цільового рівня.

Можливе вирішення проблеми закріплення очікувань Р. Арментер вбачає у встановленні цілі щодо довгострокової номінальної процентної ставки. Наслідки такої зміни в операційному інструментарії центральних банків, зокрема для фінансової стабільності, фіскальної стійкості, пенсійної та страхової системи, стали предметом дискусії під час серії запитань і відповідей за результатами доповіді.

Далі **Карлос Віана де Карвальо** презентував дослідження на тему “*Закріплення інфляційних очікувань*”, підготовлене разом зі **Стефано Езепі** (Федеральний банк Нью-Йорка), **Емануелем Мончем** (Дойче Бундесбанк) та **Брюсом Престоном** (Університет Мельбурна). Автори проаналізували це питання на основі моделі формування довгострокових інфляційних очікувань, що є запорукою успішної монетарної політики в умовах ІТ.

У презентації доповідач продемонстрував приклади, коли очікування були закріплені та коли їх не вдалося закріпити внаслідок впливу шоків. У стані рівноваги фактична інфляція є результатом консолідованих очікувань економічних агентів та домогосподарств. Якщо вони вважають, що довгостроковий компонент впливає на теперішню інфляцію безпосередньо, очікування щодо майбутнього проєктуються на теперішній стан. Це так званий фактор “пророцтва, що вже збувається”. Важливою характеристикою моделі є чутливість інфляції до помилок прогнозу. Якщо економічні агенти роблять висновок, що фактична інфляція суттєво відрізняється від очікуваного рівня, тобто помилки в прогнозі очевидні, вони не зважатимуть на попередньо прогнозовані цілі, а орієнтуватимуться на нові дані щодо інфляції.

Модель також характеризує еволюцію довгострокових очікувань, а її практичне використання засвідчує справджування прогнозів для більшості країн, для яких вона була апробована. На прикладі багатьох країн автори підтвердили ефективність моделі для прогнозування, особливо з урахуванням даних про те, коли економічні агенти змінюють свої очікування і які саме короткострокові дані вони використовують у режимі зміни очікувань.

Ключові висновки дослідження: для успішної реалізації режиму інфляційного таргетування центральному банку необхідно використовувати найновіші актуальні дані, а також оновлювати прогноз у разі виникнення нових шоків. Деякі відхилення від прогнозу є екзогенними, частково вони залежать від макроекономічної політики. Під впливом помилок щодо рівня інфляції та впливу шоків економічні агенти змінюють свою поведінку й очікування. За таких обставин монетарна політика має враховувати зміну очікувань і впливати на формування довгострокових інфляційних очікувань на основі нових даних.

Головна доповідь Моріса Обстфельда

З головною доповіддю “Трилеми та компроміси: життя в умовах фінансової глобалізації” в перший день конференції виступив головний економіст Міжнародного валютного фонду, доктор **Моріс Обстфельд**. Він розглянув два погляди на монетарну політику в малих відкритих економіках. Згідно з першим мала відкрита економіка за умов політики гнучкого обмінного курсу якісно не відрізняється від закритої економіки. Незважаючи на зовнішні економічні шоки, центральний банк, використовуючи обмінний курс як буфер, має монетарну автономію і може забезпечити виконання внутрішніх цілей, зокрема щодо інфляції. Згідно з другим, діаметрально протилежним поглядом, у глобалізованому світі країни з малою відкритою економікою через вплив фінансових транскордонних потоків не мають монетарної автономії незалежно від режиму обмінного курсу. А ці фінансові транскордонні потоки визначаються економічними циклами та політикою центральних банків великих держав, насамперед США.

М. Обстфельд зазначив, що в кожному з підходів є своє раціональне зерно. Хоча, як засвідчили результати емпіричного дослідження на панельних даних великої вибірки країн, зміни короткострокових процентних ставок у малих відкритих економіках мало залежать від змін процентних ставок у великих країнах, а більше визначаються внутрішніми факторами. Тобто країни з гнучким обмінним курсом можуть дозволити собі певний рівень монетарної автономії. Водночас з різних причин ці країни переймаються й питанням управління обмінним курсом. Це знову ставить країни перед класичною трилемою вибору між вільним рухом капіталів, стабільністю обмінного курсу та монетарною автономією для досягнення внутрішніх цілей. Фактично країни з малою відкритою економікою мусять іти на певний компроміс під час пошуку оптимального вибору між цими цілями.

Схожа трилема притаманна і фінансовим системам – країни не можуть одночасно дозволити собі фінансову стабільність, вільні транскордонні фінансові потоки та нагляд і регулювання за фінансовою системою на національному рівні. Розвиток банківської кризи в єврозоні це наглядно продемонстрував.

На завершення М. Обстфельд підкреслив важливість міжнародної співпраці та координації зусиль через взаємопов’язаність фінансових ринків і складність міжнародної фінансової системи. При цьому, незважаючи на всі невизначеності, пов’язані з гнучким обмінним курсом, на глибоке переконання М. Обстфельда, саме таким має бути вибір центробанків, що мають внутрішні цілі. Також для забезпечення фінансової стабільності на додаток до адекватної монетарної політики країни мають насамперед ефективно використовувати макропруденційне регулювання. При цьому зусилля лише національних регуляторів можуть бути недостатніми для досягнення результатів, тому необхідно поглиблювати міжнародну координацію і взаємодію в даній сфері. Цьому сприятиме діяльність Ради фінансової стабільності та Базельського комітету, що дає змогу підвищувати якість макропруденційного нагляду на міжнародному рівні.

Відповідаючи на запитання після доповіді, М. Обстфельд підкреслив важливу роль структурних реформ, за відсутності яких монетарна політика чи макропруденційне регулювання є лише “другим кращим” інструментом. Також, окреслюючи важливу роль МВФ та інших міжнародних фінансових інституцій, М. Обстфельд наголосив на важливості створення країнами власних захисних буферів, у тому числі міжнародних резервів.

Дослідницька секція 3.

“Макропруденційна політика та фінансові недосконалості”

Марчин Коласа (Національний банк Польщі) презентував дослідження “Чи можливо було запобігти буму та спаду в периферійних країнах зони євро?”, співавторами якого є його колеги з Національного банку Польщі **Марчин Белецькі**, **Міхал Броза-Бжезіна** та **Кшиштоф Макарські**. Автори розглянули проблему циклічної динаміки попиту в країнах зони євро впродовж останніх років, а також оптимальної макропруденційної політики для регулювання цих коливань.

Дослідники виявили значну концентрацію внутрішніх дисбалансів на ринках нерухомості в більшості країн єврозони, що, у свою чергу, мало значний вплив на інші сектори європейської економіки. Як наслідок – зростання ризиків і тиску на обмінний курс євро. Аналізуючи сектор житлової іпотеки як частини європейської економіки зі значною асиметрією, автори визначили, що проблеми в цьому секторі стали каталізатором на початку фінансової кризи країн європейської периферії у 2008 році. За таких умов спільна грошово-кредитна політика та єдина ключова процентна ставка ЄЦБ для країн із різною структурою економіки та розвитком фінансового ринку призвели до значних макроекономічних дисбалансів. Автори моделювали оптимальну грошово-кредитну та макропруденційну політику для країн єврозони, зважаючи на їх монетарну спільність та структурні відмінності.

Ефективна реалізація грошово-кредитної політики потребує гнучкого управління ключовою процентною ставкою. Водночас, за висновками дослідників, використання виключно інструментів грошово-кредитної політики на рівні єврозони не може забезпечити внутрішнього макроекономічного балансу периферійних європейських країн. Оптимальна макропруденційна політика передбачає наявність необхідного потенціалу для згладжування кредитних циклів у країнах периферії, зменшуючи таким чином вплив дисбалансів. Ефективна реалізація цієї політики дає змогу вирішити проблему диспропорцій у периферійних країнах єврозони. Нові правила грошово-кредитної та макропруденційної політики необхідно оптимізувати з метою уникнення дисбалансів та створення додаткових буферів для запобігання впливу шоків.

Ігор Лівшиць (Університет Західного Онтаріо) презентував результати дослідження “*Суверенні дефолти і банківська справа*”, підготовлене разом із *Коеном Шурсом* (Університет Гента). У цій праці дослідники представили модель із припущенням щодо суверенного дефолту на прикладах Росії та Аргентини.

Основна мета дослідження полягає в розробці підходів пруденційного регулювання для запобігання виникненню та реалізації надмірних банківських ризиків. Це питання автори розглянули в контексті визначення ризиковості активів, зокрема державних цінних паперів. Це особливо важливо внаслідок зростання кількості країн, державні цінні папери яких не можуть бути віднесені до категорії низькоризикових та дохідних. Прикладами є суверенні дефолти в Росії у 1998 році та Аргентині у 2001-му. Доповідач підкреслив, що однією з ключових причин дефолту в Аргентині була зміна урядом на законодавчому рівні умов придбання державних цінних паперів та спекулятивно-ризикова діяльність банків.

Ключові висновки за результатами дослідження полягають у необхідності здійснення якісного макропруденційного регулювання. Якщо ризиковані державні цінні папери на ринку вважаються безпечними, це призводить до зростання ризиків у банківській системі та стає причиною банківської кризи. За умов належного макропруденційного регулювання та відсутності надмірної заборгованості ризику суверенного дефолту мінімальні.

Розглядаючи проблему пруденційного нагляду за різних умов і моделей функціонування центрального банку, дослідники встановили, що важливими факторами якості й ефективності макропруденційного регулювання є дисбаланси (ризикова політика уряду, банків тощо), котрі спричиняють кризові явища. У дослідженні з використанням модельного інструментарію автори запропонували різні підходи до пруденційного регулювання, яке дасть змогу завчасно виявити спекулятивні операції в банківському секторі.

Підсумовуючи, І. Лівшиць зазначив, що пруденційне регулювання має бути реалістичним, для цього необхідно встановити залежність коефіцієнта адекватності капіталу від обсягу інвестицій у державні цінні папери та врахувати всі потенційні ризики.

Панельна дискусія 1. “Управління потоками капіталу”

Заступник Голови Національного банку України *Олег Чурій* відкрив першу панельну дискусію, представивши доповідь “*Досвід України в лібералізації руху капіталу*”. Він зазначив, що 20 років тому контроль над рухом капіталу вважався анахронізмом, а вільний рух капіталу сприймався як найкраще рішення для держав, що обмежені в капіталі. Фінансова криза переконливо засвідчила: повна відмова від контролю над потоками капіталу передчасна. Управління потоками капіталу наразі є інструментом забезпечення фінансової стабільності. При цьому воно не може замінити проведення макроекономічних реформ, жорсткі заходи дають змогу на певний час стабілізувати ситуацію та виграти час.

О. Чурій назвав три основні пріоритети, згідно з якими відбуватиметься лібералізація руху капіталу в Україні. Перший – це сприяння економічному зростанню та виробництву, зокрема через лібералізацію прямих іноземних інвестицій та поточного рахунку. Другий – розвиток фінансового ринку, збільшення його ліквідності. При цьому від функції основного учасника ринку центробанк поступово переходить до функції регулятора ринку. Третій напрям – залучення акціонерного та довгострокового боргового капіталу, а в довгостроковій перспективі – збільшення українцями обсягів інвестицій за кордон.

Щодо жорстких адміністративних заходів на валютному ринку, запроваджених протягом останніх років, то український досвід регулювання потоків капіталу можна використовувати лише для неординарних ситуацій. Усі заходи центрального банку відповідали тій ситуації, в якій перебувала економіка країни. Деякі обмежувальні заходи щодо руху капіталу центробанк може використовувати навіть після переходу до більш ліберальної моделі, але вже у вигляді інструментів макропруденційної політики. Однак в українському випадку будь-які обмежувальні заходи завжди сприймалися ринком негативно, незважаючи на те, що вони націлені на обмеження руйнівних впливів чи припливів капіталу.

Ендрю Левін (Дартмутський коледж) у доповіді на тему “Мобільність капіталу та дизайн режимів монетарної політики” наголосив, що центробанк має бути захищеним від фіскального домінування або політичного впливу, повинен мати операційну незалежність, а не бути підлеглим виконавцем уряду. Центробанку необхідні правовий мандат і чіткі цілі щодо реалізації політики, при цьому він має бути підзвітним перед урядом та суспільством, оскільки для успішної реалізації політики громадськість повинна бути впевненою в діях центробанку, особливо щодо ключових стратегічних рішень.

Доповідач назвав три основні принципи, які є важливими для здійснення монетарної політики для дуже широкого кола країн – від країн із низьким рівнем доходів до країн, що розвиваються, та найбільш розвинутих країн.

Першим, фундаментальним завданням центробанку країни з власною валютою є підтримка стабільності власної грошової одиниці та високої довіри населення до неї. Це означає забезпечення цінової стабільності та, відповідно, закріплення інфляційних очікувань, що виражається в наявності середньо- та довгострокової цілі. Населення повинно розуміти цю мету і бачити, що фактичний рівень інфляції поступово наближається до цільового. Досвід багатьох центробанків, у тому числі Нової Зеландії, засвідчив, що концентрування зусиль лише на інфляційній цілі в короткостроковому періоді є помилкою, оскільки центральні банки мають досягати одразу кількох цілей, зокрема підтримувати економічне зростання, сприяти поліпшенню добробуту населення.

Другим принципом є те, що центробанк повинен виходити з інтервенціями на валютний ринок лише в разі нагальної необхідності. Його втручання має бути прозорим і систематичним та може бути виправданим лише у виняткових випадках, коли необхідно згладжувати високу амплітуду курсових коливань.

Третій принцип – критичним є використання макропруденційного інструментарію, немає значення, ким він застосовується: центральним банком, урядом чи іншими державними установами. Цей принцип вирішальний для фінансової стабільності та гарантує, що монетарна політика не суперечитиме фундаментальним завданням фінансової стабільності.

Отже, важливою складовою реалізації політики центрального банку є ефективні комунікації із суспільством та підвищення рівня освіченості громадськості з питань реалізації монетарної політики, обмінних курсів, операційної незалежності, обґрунтування і пояснення рішень. Центробанку необхідно мати у своєму арсеналі різні плани для мінімізації ризиків за різних обставин, наголосив доповідач.

Марек Дабровський (Брейгель) у доповіді на тему “Управління потоками капіталу в глобалізованій економіці” наголосив на тому, що бар’єри на шляху руху капіталів уповільнюють економічний розвиток у глобальному вимірі. На його думку, обмеження на рух капіталу завдають збитків малому та середньому бізнесу і значно менше впливають на великі компанії.

М. Дабровський розглянув два найголовніших, на його думку, наслідки фактично повного відкриття ринків капіталу: для платіжного балансу та монетарної політики.

Традиційно, до лібералізації руху капіталу, експерти найбільше уваги приділяли поточному рахунку: питанням конкурентоспроможності, торговельній політиці, обмінному курсу. І вже тільки на наступному етапі поставало завдання фінансування дефіциту поточного рахунку. Після того, як настали часи вільного руху капіталу, причинно-наслідковий зв’язок змінилися на протилежні. Тепер уже рух капіталу має екзогенний характер, а поточний рахунок адаптується до змін фінансового через валютний курс. Таким чином, останні валютні кризи в країнах СНД пов’язані саме з впливом коштів за фінансовим рахунком. Тому постає питання: якщо в країнах немає інструментів контролю за рухом капіталу, чи можна якимось іншим чином впливати на капітальний рахунок? На думку М. Дабровського, такі важелі є, але їхній вплив дуже обмежений і важко прогнозований. До цих важелів можна віднести макропруденційне регулювання, монетарну та фіскальну політику.

Для монетарної політики проблеми, пов’язані з вільним рухом капіталу, полягають у тому, що пропозиція грошей у країні стає значною мірою залежною величиною. Більше того, серйозні коливання обмінного курсу створюють неочікувані та небажані побічні ефекти для фінансової стабільності, конкурентоспроможності, реальної економіки. А у випадку значної девальвації знижують довіру до внутрішньої грошової одиниці. Крім того, на більшість світових економік впливають монетарні рішення Федеральної резервної системи та Європейського центрального банку, які призводять до збільшення волатильності потоків капіталу та імпортованої інфляції.

Лінда Тезар (Мічиганський університет) у доповіді на тему “Аналіз переваг та недоліків інтеграції ринків капіталу” намагалася відповісти на запитання: як фінансова криза змусила нас переглянути ставлення до інтеграції ринків капіталу?

Серед потенційних переваг інтеграції ринків капіталу доповідач виокремила три основні фактори. Першим є виграш в ефективності, який полягає в стимулюванні перетікання капіталу з економік, що мають його надлишок, до

економік, котрі найбільше його потребують, таким чином знижуючи для них вартість капіталу. Крім того, зростає й ефективність фінансового сектору внаслідок вищої конкуренції. Другим фактором є збільшення стабільності внаслідок як згладжування коливань національного доходу (споживання), вищого рівня диверсифікації та управління ризиками, більшої “ринкової дисципліни”, так і сприяння кращому обміну інформацією. Останнім позитивним фактором є вищі темпи економічного зростання завдяки мобілізації заощаджень, збільшення норми прибутку, в короткостроковому періоді – вирівнювання доходів із відносно більш розвинутими країнами, а в довгостроковому – обмін технологіями завдяки надходженню інвестицій.

Однак усупереч теорії після лібералізації руху капіталу не відбувся глобальний перерозподіл капіталу між розвинутими країнами та країнами, що розвиваються. Переважна більшість потоків капіталу, як і раніше, проходить між розвинутими країнами. Більше того, згладжування коливань споживання в країнах, що розвиваються, виявилось досить обмеженим – потоки капіталу в такі країни є зазвичай проциклічними, таким чином вони навіть збільшують волатильність.

Остання глобальна криза підтвердила зв'язок між ступенем відкритості фінансових ринків та вразливістю до зовнішніх факторів, таких як раптові зупинки, валютні кризи, ефект зараження та відсутність кредиторів останньої інстанції. Таким чином, необхідно переглянути роль фінансового сектору – саме він був головним джерелом нестабільності в країнах, що розвиваються, але для розвинутих країн такі ризики раніше не розглядалися. Також, з урахуванням усіх потенційних переваг, має бути переглянута роль контролю за рухом капіталу. Урядам країн належить приділяти більше уваги питанням фінансового регулювання та глобальній співпраці, ролі державного боргу, ефективності фінансового сектору, а на першому місці повинна бути виважена державна політика.

Вступна доповідь Філіппа Хільдебранда

Другий день конференції відкрив віце-президент інвестиційної компанії BlackRock **Філіпп Хільдебранд** із доповіддю на тему **“Чи залишилася ще в центральних банках амуніція?”**. Основним питанням виступу було: наскільки ефективними є дії центральних банків розвинутих країн в умовах низької інфляції та слабого економічного зростання?

Особливістю поточного економічного стану розвинутих країн світу є надзвичайно низький рівень інфляції, який із 2013 року не перевищував 2% за рік. Усвідомлюючи важливість підтримки інфляції на необхідному для забезпечення економічного зростання рівні, центральні банки комбінували політику підтримки ключових процентних ставок на нульовому (а в окремих випадках – навіть на від’ємному) рівні з програмами викупу активів. Така політика дала свої результати: завдяки пом’якшенню фінансових умов майже в усіх розвинутих країнах спостерігалися ознаки пожвавлення економічної активності. Крім цього, такі дії центральних банків не дали можливості розгорнутися дефляції цін і заробітних плат у цих країнах, що в поєднанні з високим рівнем державного та приватного боргу могло призвести до катастрофічних наслідків для їхніх економік.

Незважаючи на це, інфляція в розвинутих країнах залишається на надзвичайно низькому рівні вже дуже довгий час. Ще важливішим є те, що ринкові процентні ставки також продовжують знижуватися, а це суттєво збільшує обсяги суверенного боргового ринку з від’ємною дохідністю. Така ситуація значною мірою зумовлена не лише низьким значенням основних процентних ставок центральних банків, а й недостатнім рівнем як приватних, так і державних інвестицій, обсяг яких значно нижчий за наявні заощадження. Невпевненість інвесторів зумовлена негативними оцінками щодо рівня майбутніх доходів, які можуть бути отримані від інвестицій.

Які існують сценарії завершення періоду низьких процентних ставок та дефляції?

Перший сценарій передбачає фактичне збереження нинішнього стану, основною рисою якого є перевищення обсягів заощаджень над інвестиціями впродовж тривалого часу. Такий стан економіки характеризується низьким рівнем економічного зростання, інфляції та процентних ставок, що може спричинити нові цінові “бульбашки” на окремі активи. Проте поступове відновлення ринків праці у США і Німеччині, країнах, які зазнали найбільшого впливу кризи, вказує на ймовірність виходу з рецесії за умови прискорення інвестиційної активності.

Другий сценарій передбачає вихід із рецесії за допомогою обережного фіскального стимулювання та, що важливіше, – проведення структурних реформ, які стимулюватимуть зростання інвестицій.

Підсумовуючи виступ, Ф. Хільдебранд зазначив, що результатом діяльності центральних банків є формування передумов для економічного зростання в країні. Але ці зусилля мають бути підтримані відповідною політикою уряду, інакше подолання центральними банками кризових явищ самотужки може бути тривалим і складним.

Панельна дискусія 2.

“Інституційна розбудова сучасного центрального банку”

Відкриваючи роботу другої дискусійної панелі, її модератор **Марко Шкрєб**, керівник проекту технічної допомоги Канада – МВФ “Розбудова інституційної спроможності НБУ”, зазначив, що специфіка роботи центрального банку дуже швидко змінюється залежно від динамічних змін зовнішнього середовища та відповідних викликів. Що ж і як необхідно змінювати для того, аби розбудувати ефективне функціонування центрального банку, пам’ятаючи при цьому, що центробанк у кожній країні є законною монополією? Саме на це запитання дали відповідь доповідачі другої панельної дискусії.

Особливості трансформації центрального банку з метою підвищення ефективності його діяльності окреслив у доповіді “Трансформаційні процеси в НБУ: практика “великого вибуху” заступник Голови Національного банку України **Владислав Рашкован**. Повне реформування своєї діяльності Національний банк України був змушений проводити в умовах глибокої фінансово-економічної кризи, різкого падіння ВВП, девальвації обмінного курсу, інституційної слабкості банківської системи. Серед найважливіших кроків доповідач назвав позбавлення від непрофільних функцій, реформування структури організації, реінжиніринг процесів прийняття рішень та імплементацію нових підходів, у тому числі фокусування діяльності на ключових функціях, централізацію багатьох функцій та посилення аналітичної складової під час прийняття рішень.

Кінцева мета трансформації полягає в тому, щоб Національний банк став сучасним ефективним регулятором, повноправним членом родини європейських центральных банків. На цьому шляху вже зроблено чимало, Національний банк стає більш відкритою для країни і світу, професійною, транспарентною організацією, суспільна довіра до якої зростає.

Як наголосив В. Рашкован, місія Національного банку України – забезпечити цінову і фінансову стабільність, що сприятиме економічному зростанню в Україні. Цілі амбітні, поступово вони реалізуються. Триває робота над лібералізацією капітальних рахунків, упровадженням ІТ, розвивається дослідницька функція, є чітке бачення того, яким має стати центральний банк, змінюється корпоративна культура, зокрема визначено місію, візію та цінності організації. У результаті трансформації Національний банк стане потужною установою, що матиме значний вплив на формування належної державної економічної політики.

Емма Мерфі з Банку Англії у доповіді “Роль культурних і комунікаційних викликів у процесі трансформації сучасних центральных банків” розглянула розвиток корпоративної та організаційної культури як необхідної складової успішного функціонування центрального банку. Банк Англії має дуже виразну та сильну корпоративну культуру – всі працівники пишуться приналежністю до установи. Невід’ємною складовою трансформації центрального банку є створення організаційної культури, що має бути складовою політики центрального банку. Працівники повинні мати чітку спільну ціль, реалізація якої має їх об’єднувати. Проте зміни в культурі організації відбуваються довго та важко.

У Банку Англії нещодавно було розроблено місію, яка об’єднала всі цілі в одну – поліпшувати добробут громадян Великобританії через фінансову та монетарну стабільність. Місія створює єдину команду та визначає підзвітність центрального банку перед громадськістю. Спільні цінності мотивують людей і визначають те, що є найважливішим у їхній роботі, вони спонукають працівників до дій у певному напрямі. Цінності також допомагають змінити систему управління якістю роботи, вони мають бути фундаментальними складовими, що забезпечують досягнення необхідного результату.

У Банку Англії запроваджено внутрішні комунікації для підтримки та реалізації рішень, зокрема відеотрансляції. Ефективні внутрішні та зовнішні комунікації є ключовою складовою для успішної трансформації структури і впровадження інновацій. Реалізація програми змін також потребує ефективних зовнішніх комунікацій, які забезпечує інформаційна група, оскільки в центробанках працюють кваліфіковані професіонали-економісти, які здебільшого є інтровертами, а не ефективними комунікаторами. Зважаючи на те, що деякі працівники можуть мати внутрішній спротив до змін, необхідно залучити їх до процесу, щоб вони не лише відчували ці зміни на собі, а й були їхніми провайдерами.

Специфіку використання та контролю ЦБ власних фінансових ресурсів розглянув у доповіді “Фінанси центральных банків” **Девід Арчер** з Банку міжнародних розрахунків. Нові завдання, які постають перед ЦБ, є передумовою зміни їхньої структури. Для успішних реформ необхідне насамперед незалежне фінансування, оскільки це дає змогу проводити незалежну політику.

Незалежне фінансування підтримує функціональну незалежність. Центробанки мають дистанціюватися від політиків та створювати незалежні джерела фінансування і фондування, а також звертати увагу на вплив слабких бюджетних обмежень для зменшення фінансових ризиків. Фінансові результати центробанків різних країн відрізняються один від одного, оскільки вони мають різні бюджетні обмеження та інші важливі умови. Сильна фінансова позиція центробанку

є важливою з точки зору забезпечення його незалежності. Кожна політика ЦБ має бути проаналізована з точки зору переваг і витрат, її кінцевої вартості, адже діяльність центробанку безпосередньо впливає на стан державних фінансів. Публічні фінансові ресурси, які перебувають на зберіганні в центральному банку, – це частина так званої “угоди з суспільством”, отже, ці кошти не повинні перебувати під ризиком у жодному разі.

З досвіду відомо, що за певних обставин центральні банки можуть бути неплатоспроможними. Для запобігання цьому необхідно акумулювати капітал і правильно його класифікувати й розподіляти, на законодавчому рівні визначити формат і механізм рекапіталізації центробанку, передавати від центрального банку до казначейства фінансові ризики (у разі проведення нестандартної політики, якій притаманні високі ризики). З метою встановлення політичної легітимності дій центробанків необхідно проводити прямі переговори з урядом. Під час прийняття рішень щодо капіталу та зобов’язань центробанку необхідно виключити питання розподілу дивідендів (проблема асиметричності розподілу). Д. Арчер навів приклад Національного банку Швейцарії, який використав усі перелічені заходи, тобто його кейс є найкращим взірцем комплексного використання системного підходу щодо управління власними фінансами.

На завершення доповіді Д. Арчер зазначив, що бюджетні обмеження для центрального банку є неминучими, але вони корисні, оскільки змушують працювати над досягненням пріоритетних цілей, зокрема забезпеченням цінової та фінансової стабільності.

Викладач Бізнес-школи імперського коледжу Лондона **Андрій Кириленко** запропонував поглянути на тему своєї доповіді “*Новітні технології, з якими мають бути обізнані центральні банки*” крізь призму розвитку інновацій генерування й обігу грошей у різних формах.

Нещодавно Банк Англії та Народний банк Китаю представили власні розробки – криптовалюти, що дало світовим медіа підставу повідомити про перехоплення центробанками першості у біткоїна. Деякі центральні банки створюють можливість для клієнтів мати рахунки в криптовалюті, це технологія розподілу важелів впливу. Оскільки центральний банк є установою, якій довіряють учасники ринку, його участь у процесі випуску криптовалюти дає змогу працювати в ніші, котра нині від центробанків ніяк не залежить. Завдяки цьому регулятор за лічені хвилини може аналізувати ситуацію, отримувати дані про те, де і в якій кількості знаходиться криптовалюта. Це також дає змогу швидко й ефективно розподіляти такі гроші, проводити нетрадиційну монетарну політику, спрямовувати грошові потоки з високою точністю туди, де вони найбільше потрібні.

А. Кириленко ґрунтовно проаналізував функціонування технології “blockchain”, котра відкриває перед центральними банками можливості, якими вже користуються інші учасники ринку. Ці технології впроваджуються у сфері корпоративних рішень щодо прав власності, вони розвиваються в сегменті здійснення верифікованих фінансових трансакцій, захищених платежів. Цю технологію більшість центральних банків поки-що ігнорує, проте вона розвивається незалежно від впливу і волі регуляторів. У світі нині немає регуляторного середовища щодо таких технологій, при цьому ставлення до них різне: від нейтрального, зацікавленості – аж до стурбованості і несприйняття. Регулятори у Великобританії та США виявляють до інновацій найбільший практичний інтерес. Наприклад, у штаті Нью-Йорк оголошено про видачу спеціальних біт-ліцензій для проведення операцій.

Доповідач зробив висновки щодо наявності об’єктивних передумов для використання технологічних інновацій у роботі центральних банків. Створення інфраструктури платежів на основі “blockchain” дає змогу знизити витрати й підвищити рівень довіри, може створити реальні конкурентні переваги для України. Центробанк за необхідності може стати на чолі впровадження інновації, що дає величезні можливості для реалізації монетарної політики і фінансової стабільності на основі нової платформи та з використанням нових інструментів.

Відповідаючи на запитання щодо перспективи розвитку платформи open-source, випуску криптовалют різними країнами світу та їх обміну, доповідач зазначив, що технологія “blockchain” і відповідний інтернет-протокол, який забезпечує її функціонування, є революційним способом зберігати і передавати саму цінність замість того, щоб зберігати і передавати інформацію про певну вартість. Такі технології змінюють життя, оскільки мають величезний потенціал. Отже, природним рішенням є не заборона, а приєднання до цього процесу і використання його потенціалу, зокрема технології open-source, яка передбачає, що в усіх учасників є консенсус щодо архітектури системи. Участь у такому консенсусі в не дуже далекому майбутньому може стати відправною точкою для забезпечення фінансової стабільності на принципово новій платформі.

А. Кириленко також процитував слова Ларрі Саммерса, сказані ним у виступі на конференції в Державному казначействі США, про те, що ЦБ незабаром можна буде порівнювати з приватним сектором у сфері випуску валют. Це може привести до негативних або нульових процентних ставок на довгий час, оскільки нині в світі виникла конкуренція між державним і приватним секторами щодо випуску різних форм валют, які мають попит і довіру, тобто можуть автономно працювати на певних платформах серед певних спільнот, наприклад, у середовищі інтернет-мережі. У цьому контексті центральні банки отримали реальний виклик своїй монополії на випуск різних форм грошей в обіг. Центробанк має вибір – він може відповісти на цей виклик заборонаю або діяти на випередження, опановуючи нові технології.

Дослідницька секція 4.

“Актуальні питання монетарного трансмісійного механізму”

Четверту дослідницьку сесію відкрив **Олександр Фарина** з Національного банку України, який представив дослідження *“Ефект перенесення обмінного курсу та міжкраїнна трансмісія: окремі факти на прикладі України та Російської Федерації”*. Питання ефекту перенесення обмінного курсу набуває особливого значення для країн із малою відкритою економікою, зокрема України, що характеризуються підвищеною чутливістю до зовнішніх збурень.

Питання прямого та опосередкованого ефекту перенесення в теоретичних та емпіричних дослідженнях розглядаються як “ізолювані острови”, де вплив зовнішніх шоків на внутрішні ціни є однобічним, а ймовірність трансмісії таких шоків між країнами не береться до уваги. Водночас фінансово-економічні відносини між країнами характеризуються тісними торговельними, фінансовими та іншими взаємозв'язками, що має вплив на міру та значення ефекту перенесення обмінного курсу. Зокрема, зміцнення обмінного курсу згідно з теоретичними припущеннями сприяє зменшенню рівня цін в одній країні, при цьому девальваційні процеси, які одночасно виникають в іншій країні, загострюють інфляційні процеси. Разом з тим зростання внутрішніх цін в одній країні зумовлює зростання цін на імпортовану продукцію для іншої, а отже, компенсує ефект унаслідок ревальвації.

О. Фарина запропонував двосторонню векторну авторегресійну модель, що дає змогу розглядати ефект перенесення обмінного курсу з урахуванням зовнішньоторговельних та ринкових взаємозв'язків між країнами на прикладі України та Російської Федерації. За результатами дослідження міжкраїнні трансмісії повинні враховуватися під час оцінювання ефекту перенесення обмінного курсу для України. Зокрема, результатом девальвації російського рубля щодо гривні є зростання внутрішніх цін в Україні, що свідчить про наявність додаткових торговельних каналів перенесення. Крім того, за результатами альтернативної моделі, яка включає обмінні курси гривні та рубля щодо долара США, було встановлено, що девальвація рубля є джерелом послаблення курсу гривні, зокрема через конкуренцію на спільних зовнішніх ринках. Зважаючи на отримані результати, Національному банку України під час прийняття рішень щодо досягнення інфляційних цілей необхідно враховувати також чинник впливу російської економіки на українські споживчі ціни.

Бартош Маков'як із Європейського центрального банку представив дослідження *“Взаємодія монетарної та фіскальної політики та проблеми країн зони євро”*, співавтором якого є **Марек Ярочинський** (ЄЦБ). Найважливішим питанням, порушеним у дослідженні, є взаємозв'язок між монетарною та фіскальною політикою, а також їхній вплив на макроекономічні результати в країнах єврозони в період “великої рецесії”.

Автори застосовують просту модель загальної рівноваги з негнучкими цінами та одним монетарним регулятором, що має на меті досягнення інфляційних цілей та діє згідно з правилом Тейлора з урахуванням нижньої межі процентної ставки. Водночас у моделі враховано дві фіскальні інституції, які для спрощення відображають країни “півночі” (Німеччина, Франція, Нідерланди) і “півдня” (Італія та Іспанія), а також припускається можливість дефолту за їхніми борговими цінними паперами. Фіскальні інституції прагнуть стабілізувати рівень боргу за допомогою корегування первинного бюджетного балансу та зазнають дефолту у випадку перевищення рівня боргу певної верхньої межі. На думку авторів, така проста специфікація моделі дає змогу відобразити фундаментальні особливості здійснення та координації монетарної і фіскальної політики в єврозоні, що підтверджується результатами симуляції базової моделі та їх відповідністю історичним даним.

На основі базової моделі автори провели експеримент, який передбачає альтернативний спосіб координації монетарної та фіскальної політики. Основною особливістю альтернативної специфікації моделі є врахування участі нової загальноєвропейської централізованої інституції, що має повноваження з викупу боргових цінних паперів окремих фінансових інституцій, а також випускає власні боргові папери, виплати за якими забезпечуються монетарним регулятором, завдяки чому немає ризику дефолту за такими паперами. При цьому у випадку досягнення нижньої межі ключової процентної ставки монетарна політика стає пасивною, а фіскальні інституції діють згідно з встановленою функцією реакції фіскальної політики та збільшують первинний бюджетний профіцит відповідно до загального рівня боргу в єврозоні. Результати симуляції експериментальної моделі засвідчили, що застосування запропонованого підходу до координації монетарної та фіскальної політики дало б змогу значно поліпшити макроекономічні результати й уникнути тривалого періоду рецесії в країнах єврозони.

У доповіді *“Правила проти дискретності при реалізації монетарної політики. Уроки для України”* **Алекс Нікольсько-Ржевський** із Ліхайського університету розглянув окремі підходи до здійснення монетарної політики та окреслив основні переваги та недоліки їх застосування в українських реаліях. Зокрема, автор порівнює монетарну політику, що базується на встановлених правилах, а також дискреційну політику, за якої монетарний регулятор більшою мірою орієнтується на поточні економічні умови, ніж на заздалегідь визначені правила.

Як зауважив доповідач, використання системи правил, з одного боку, дає змогу підвищити прозорість монетарного регулятора та закріпити довгострокові інфляційні очікування. У цьому контексті класичним є правило

Тейлора, що передбачає зміну процентної ставки у відповідь на відхилення інфляції від цільового значення та рівня виробництва від потенційного. Дискреційна політика, з іншого боку, є гнучкішою, може включати значно більший спектр інформації та не залежить від структурних змін в економіці. Порівняння цих підходів посіло центральне місце в макроекономічних дослідженнях, що мали за мету відповісти на низку питань щодо ефективності правил та дискретності в окремі історичні періоди. Проте в наявних дослідженнях такі періоди здебільшого визначаються екзогенно та суб’єктивно, внаслідок чого оцінки ефективності окремих підходів є суперечливими.

На прикладі політики ФРС США автор ендемоно розділяє періоди незначних відхилень ставки ФРС від розрахункового значення процентної ставки відповідно до класичного правила Тейлора, що відповідають “періоду правил”, а також періоди значних відхилень, які розглядаються як “період дискретності”. Ефективність монетарної політики під час цих періодів дослідник оцінив на основі функцій втрат, і отримані результати були кращими саме в періоди застосування монетарних правил, а не дискреційної політики.

На думку доповідача, отримані висновки можуть бути використані для формування ефективної монетарної політики в Україні. Незважаючи на реформування та очищення банківського сектору, впровадження ІТ, оновлення та спрощення інструментів монетарної політики, основними викликами для Національного банку України залишаються порівняно високі інфляційні очікування, значна відмінність у розвитку регіонів, відсутність довіри до монетарного регулятора, а також хибне розуміння цілей монетарної політики з боку інвесторів та населення. Впровадження монетарного правила дасть змогу підвищити довіру до регулятора та прозорість монетарної політики, знизити політичний тиск на НБУ та закріпити інфляційні очікування.

Після доповіді під час сесії запитань і відповідей учасники конференції обговорювали питання, наскільки політику центральних банків на основі режиму ІТ (у тому числі Національного банку України) можна вважати дискреційною. За оцінками доповідача, для класифікації центрального банку як такого, що використовує жорсткі правила, необхідне публічне оголошення та затвердження цих правил. Водночас, на думку представників центральних банків, де запроваджено ІТ, публічне оголошення цілей і пояснення змін своїх операційних інструментів уже припускає дотримання правил монетарної політики.

Панельна дискусія 3. “Виклики для інфляційного таргетування”

Відкриваючи третю панельну дискусію, її модератор **Девід Вавра** з OGRResearch зауважив, що режим ІТ довів свою ефективність не лише в розвинутих країнах, а й у країнах із ринками, що розвиваються. На його думку, приєднання України до клубу країн із режимом ІТ буде правильним кроком.

За майже 30 років існування ІТ його основні характеристики залишалися незмінними: кількісна інфляційна ціль, інституційна незалежність та прозорість діяльності регулятора, гнучкий обмінний курс національної валюти. Проте з плином часу змінюється макроекономічне середовище, і тому запровадження ІТ має свою специфіку в кожній країні.

Заступник голови Національного банку України **Дмитро Сологуб** у доповіді “НБУ на шляху до інфляційного таргетування” окреслив шлях центрального банку до запровадження нового монетарного режиму.

На його думку, перехід до ІТ – єдиний шлях виходу з кризи, яка стала результатом майже двадцятилітнього фіскального домінування та де-факто фіксованого обмінного курсу гривні. Водночас робота над запровадженням ІТ починалася не з чистого аркуша, були певні напрацювання, але раніше для реальних кроків до запровадження ІТ бракувало політичної волі. Д. Сологуб подякував колегам із Канади, Нової Зеландії, Польщі, Чехії, Швеції за те, що вони ділилися своїм досвідом щодо прийняття рішень у центральному банку і допомагали впроваджувати необхідні зміни.

Одним із головних результатів роботи НБУ впродовж останніх 12 місяців стало вироблення стратегії запровадження режиму ІТ та оприлюднення цілей діяльності Національного банку. Ухвалена стратегія вже дає позитивні результати: рівень інфляції поступово знижується і наближається до цільових показників. До кінця 2016 року споживча інфляція в річному вимірі має становити близько 12%, а наприкінці 2019 року – близько 5%. Змінилася система прийняття рішень, ефективно працює новостворений Комітет з монетарної політики. Триває процес розроблення ефективного механізму монетарної трансмісії, якісно змінюється операційний дизайн процентної політики.

Досвід упровадження режиму ІТ в Україні свідчить про те, що його успішність значною мірою визначається наявністю політичної волі до змін. Не існує країн, які б виконали всі передумови для переходу до ІТ. Ці передумови зазвичай створюються вже в процесі функціонування нового режиму.

Д. Сологуб зазначив, що вплив центрального банку на економіку не є абсолютним, тому для успішної реалізації ІТ необхідні структурні зміни. Тільки комплексні заходи уряду та центрального банку сприятимуть досягненню цінової та фінансової стабільності.

Грунтовну доповідь *“Інфляційне таргетування в країнах із ринками, що розвиваються: досвід Польщі”* представив член європейського парламенту **Даріуш Розаті**, який брав безпосередню участь у впровадженні цього монетарного режиму Національним банком Польщі.

Розробка плану впровадження ІТ розпочалася в Польщі у 1997 році, одразу після прийняття Закону *“Про Національний банк Польщі”*. Цей закон наділяв центральний банк повною незалежністю і визначав його головною метою забезпечення цінової стабільності. Для досягнення цінової стабільності в 1998 році у Національному банку Польщі було створено новий орган – Раду з монетарної політики. Незважаючи на те, що пряме ІТ в Польщі запроваджено в 1999 році, в країні до 2000 року зберігався контрольований обмінний курс злотого.

Умови для переходу до ІТ в Польщі не були ідеальними. Запровадженню ІТ передували роки гіперінфляції. Впродовж тривалого часу довелося докладати значних зусиль для зменшення рівня інфляційних очікувань. Вплив немонетарної інфляції був вельми суттєвим. Спостерігалася значна надлишкова ліквідність банківської системи, що ускладнювало роботу трансмісійного механізму монетарної політики. У певні періоди монетарні інструменти доповнювалися обмежувальними заходами, спрямованими на зниження інфляції.

Після зниження інфляції до помірному рівня основу подальшої успішної реалізації стратегії становили незалежність регулятора та прогнозування. Для запобігання появі звинувачень у маніпуляціях Національний банк Польщі оприлюднив методологію прогнозування. Водночас оскільки не існує моделі, яка б із високою вірогідністю відображала всі можливі впливи на економіку, то у Раді з монетарної політики завжди залишалася можливість використання гнучкого підходу при визначенні рівня ключової ставки. При цьому прозорість була і залишається важливою складовою успіху ІТ.

На думку Д. Розаті, уроки для України, які базуються на польському досвіді впровадження ІТ, є такими: ІТ засвідчило свою ефективність у країнах із ринками, що розвиваються. На ранніх етапах у перехідних економіках інфляцію визначають здебільшого немонетарні фактори, які зменшують ефективність монетарної політики. Ця ефективність також залежить від рівня монетизації та обсягів кредитування економіки. ІТ більше ефективно для підтримання інфляції в певному діапазоні, а не для її зменшення з високих рівнів. Оптимальний діапазон інфляційних цілей не повинен бути занадто вузьким для збереження можливості проводити гнучку монетарну політику. Вихід за межі цільових орієнтирів негативно позначається на репутації регулятора. Обов'язковою складовою успішного досягнення інфляційних орієнтирів є послідовне дотримання обраної комунікаційної стратегії. Політика банку має спрямовуватися на перспективу. Середньострокова ціль – ключова складова стратегії, короткострокові цілі є допоміжними.

Наприкінці доповіді Д. Розаті наголосив: розвиток глобальної фінансової кризи засвідчив, що ІТ не є панацеєю. Виключно за допомогою регулювання обсягу грошей неможливо вирішити низку проблем в економіці, зокрема запобігти появі *“бульбашок”* на окремих ринках. На його думку, одного такого інструменту недостатньо для забезпечення і цінової, і фінансової стабільності. Можливо, для досягнення і збереження фінансової стабільності центральному банку треба мати більше інструментів, а можливо, для цього має бути створена інша незалежна агенція.

Заступник голови Банку Швеції **Пер Янссон** представив доповідь *“Сучасне інфляційне таргетування: час змінювати?”*. У дев'яностих роках минулого століття економічні передумови для впровадження режиму ІТ у Швеції були несприятливими. Економіка була перегрітою, заробітні плати і соціальні виплати постійно зростали, рівень безробіття знижувався, рівень інфляції був досить високим, усі очікували на девальвацію, державний борг зростає. Проте завдяки проведенню структурних реформ, зокрема в площині фіскальної політики, економіка країни збалансувалася, було створено передумови для запровадження ІТ. Підготовчий період тривав п'ять років.

Крім того, важливо, щоб центральний банк не ускладнював процес переходу до ІТ. Зокрема, небажано розпочинати діалог із громадськістю щодо нового монетарного режиму з публікації Інфляційного звіту, який більше орієнтований на аналітиків. Подавати інформацію доцільно у зрозумілому і доступному для більшості населення форматі. Інформаційна стратегія має бути виваженою. Потрібна відкритість, але шлях до цієї мети має бути поступовим. Необхідно вміло використовувати кредит довіри від суспільства.

П. Янссон зазначив, що *“не потрібно робити вигляд, ніби ви можете більше, ніж можете насправді”*. Варто уникати генерування очікувань, які неможливо реалізувати, оскільки їх невиконання призведе до розчарування і втрати довіри. Необхідно завчасно розробити сценарій дій на випадок відхилення від інфляційної цілі. За інфляційного таргетування важливіше досягати бажаного тренду інфляції, ніж кількісної цілі.

Досягнувши проміжних або кінцевих цілей, центральний банк має розуміти, що кредит довіри населення та бізнесу необхідно постійно підтримувати. З цієї метою Ріксбанк систематично оприлюднює протоколи засідань і нарад з питань монетарної політики, звіти щодо грошово-кредитної політики, які містять прогнози. Особливої уваги потребують прогнози. Необхідно бути дуже обережними з ними. *“За всі дані, що ви публікуєте, ви несете відповідальність. Відкритість центрального банку та довіра з боку громадськості забезпечили успіх ІТ в Швеції”* – зазначив П. Янссон.

Представник канадського Університету Квінз **Джон Мюррей** у дослідженні “**25 років інфляційного таргетування: досвід Канади**” акцентував увагу на важливих аспектах практичного впровадження ІТ. На його думку, незважаючи на відмінності між розвинутими країнами та країнами з ринками, що розвиваються, у практичній площині розбіжності в реалізації ІТ центральними банками таких країн не є принциповими.

Крім того, не потрібно ускладнювати режим ІТ. “Інфляційне таргетування – дуже простий механізм, який потребує лише чіткості і прозорості. Це просто й водночас дуже важливо, адже це дисциплінує центробанк, забезпечує підзвітність, допомагає коригувати очікування громадськості та бізнесу. Транспарентність є важливою складовою успішної політики”, – наголосив Д. Мюррей.

Як показав час, для Канади режим ІТ виявився найефективнішим (порівняно з попередніми монетарними режимами). Д. Мюррей розповів про особливості режиму ІТ у Канаді в різні періоди: до глобальної фінансової кризи, у процесі розвитку кризи та в післякризовий час.

Канада є другою у світі країною після Нової Зеландії, яка запровадила ІТ за порадою уряду та однією з перших після Другої світової війни встановила гнучкий обмінний курс національної валюти. Спочатку процес запровадження ІТ зазнавав критики й викликав недовіру. Навіть МВФ вважав, що впровадження ІТ не є зваженим рішенням. Із часом позиція суспільства й МВФ змінилася, але це сталося лише після того, як результати впровадження ІТ перевершили очікування: спад виробництва уповільнювався, процентні ставки стабілізувалися. Доповідач також підкреслив, що однією з умов успішності ІТ в Канаді є реалістичні цільові орієнтири та взаємодія центрального банку з урядом і громадськістю.

Наприкінці доповіді Д. Мюррей розглянув питання доцільності підвищення інфляційних цілей. Нині серед експертів обговорюється питання про перспективи таргетування рівня цін у взаємозв'язку з рівнем доходів громадян. Цей напрям має значний потенціал для посилення ефективності монетарної політики центрального банку. За словами Д. Мюррея, існують підтвердження того, що нетрадиційна монетарна політика є ефективною, а отже, новітні креативні інструменти в арсеналі центрального банку мають великі перспективи.

Дослідницька секція 5.

“Актуальні питання ринку праці та циклічності ділової активності”

Маріанна Кудляк (Федеральний резервний банк Сан-Франциско) представила дослідження “*Оцінка використання ресурсів на ринку праці*”, співавторами якого є **Андреас Хорнстейн** (Федеральний резервний банк Річмонда) та **Фабіан Ланге** (Університет МакГілла, Канада).

Ситуація на ринку праці завжди перебуває в зоні пильної уваги урядових структур США як на рівні кожного штату, так і на федеральному. Зокрема, забезпечення високого рівня зайнятості у поєднанні з низькою інфляцією є основною метою діяльності Федеральної резервної системи США. З 2007 року в США спостерігається суперечлива ситуація: при зменшенні рівня безробіття рівень участі робочої сили також знижується. Тому постає питання: чи справді у США відбувається недовикористання ресурсів на ринку робочої сили? З метою глибшого аналізу цього питання автори дослідження розробили Індекс незайнятості Хорнстейна-Кудляк-Ланге (NEI) на основі результатів щомісячних опитувань 160 тисяч домогосподарств, яке проводить Бюро трудової статистики Міністерства праці США.

Основними відмінностями розрахованого індексу від стандартного рівня безробіття є те, що NEI враховує не тільки безробітних, а й незайнятих (тобто осіб, виключених із переліку робочої сили, до яких належать безробітні, котрі припинили пошуки роботи, пенсіонери, студенти, інваліди та решта незайнятих, що виділена в окрему групу). Різні групи безробітних та незайнятих включаються в розрахунок індексу з урахуванням ваги, що визначається як імовірність повернення цих груп на ринок праці, в тому числі щодо осіб із частковою зайнятістю. Вивчення ймовірності для безробітних із кожної групи знайти нову роботу дає змогу також розробити стратегію їх подальшого працевлаштування.

Між фактичним рівнем безробіття та NEI існує прямий зв'язок. Зокрема, до 2007 року та після 2013 року NEI та фактичний рівень безробіття дають однакову оцінку використанню робочої сили. Але протягом 2007 – 2013 років показник фактичного рівня безробіття завищує недовикористання робочої сили.

Юлія Дем'яник (Федеральний резервний банк Клівленда) представила спільне дослідження з **Олеєю Лушкіною** та **Даніелем Мерфі** з Університету Вірджинії “*Чи можуть нові запозичення вирішити проблему заборгованості?*”. Високий рівень споживчого боргу зробив значний внесок у глибину рецесії в 2008 році та стримував економічне відновлення в подальшому. Чи може фіскальна політика бути ефективною, коли домогосподарства змушені відмовлятися від запозичень, та чи може вона пом'якшити несприятливі наслідки споживчого боргового тягара – основні питання дослідження.

Оскільки видатки на оборону в США посідають третє місце серед державних витрат після медичного та соціального страхування, дослідження базувалося на аналізі даних щодо витрат Департаменту оборони США в 1966 – 2006 роках (на рівні окремих контрактів, що включали суму, строк контракту та штат, де контракт виконувався). Видатки на оборону повністю залежать від політичної волі – піки таких витрат припадають на періоди проведення військових кампаній та не залежать від регіональних умов. Це дає змогу оцінити вплив фіскальної політики на економічне зростання в умовах різного рівня заборгованості домогосподарств у кожному штаті.

Згідно з модельними розрахунками фіскальний мультиплікатор вищий у регіонах із вищим рівнем споживчої заборгованості. Таким чином, стимулююча фіскальна політика ефективна навіть за значного боргового навантаження на домогосподарства в умовах рецесії. Але при цьому недостатньо доказів, що стимулювання економіки відбувається через механізм розширення споживання домогосподарств.

Ілка Кохонен (Інститут перехідних економік, Банк Фінляндії) презентував дослідження “Аналіз бізнес-циклів Китаю та їхній вплив на інші країни світу”, яке було здійснено на основі мета-аналізу більш як 70 праць інших авторів. Основний зміст дослідження полягає в оцінюванні впливу гальмування темпів економічного зростання Китаю або розбалансування китайської економіки на розвиток інших країн світу.

Дослідження проводилося за двома основними сценаріями: “жорстке приземлення”, що передбачає зростання частки споживання у ВВП на 5 в. п., та “помірне розбалансування”, за якого зростання ВВП Китаю не перевищить 5%, а частка споживання у ВВП збільшиться на 1 в. п. “Жорстке приземлення” матиме найбільший негативний вплив на ВВП азійських країн та Австралії, більш помірний – на Єврозону, Росію та США. Також серед секторів економіки найбільше постраждають будівництво, добувна та переробна промисловість, тоді як зростання в секторі послуг та сільському господарстві прискориться. Таким чином, бізнес-цикли Китаю тісно корелюють із ситуацією в інших країнах, особливо країнах Азії та США. Зміни в Китаї матимуть різний вплив на економіки різних країн та різні сектори, але поки економіка Китаю зростатиме, вплив буде позитивним.

Вагомим каналом впливу Китаю на економіку інших країн є фінансовий канал. Можлива лібералізація руху капіталу Китаєм матиме значний вплив на фінансові ринки як розвинутих країн, так і країн з економіками, що розвиваються, протягом тривалого часу. Хоча світові фінансові зобов'язання практично не зміняться, може відбутися перетікання капіталу з Китаю до інших країн та приплив спекулятивного капіталу до Китаю, зміниться розмір валютних резервів. Чистий ефект наразі оцінити важко, але відбуватиметься зміна в портфелях активів та їх відносних цінах. Таким чином, дослідження впливу лише через торговельний канал є недостатнім. Враховуючи розвиток фінансових зв'язків, поширення фінансової вразливості з Китаю в інші частини світу є цілком імовірним.

Прикінцеве слово для учасників дослідницької конференції виголосив Тимофій Милованов із Київської школи економіки. Він підкреслив, що Україна змінюється якісно. Свідченням цього є зокрема проведення Національним банком України першої дослідницької конференції. Україні необхідні якісні економічні дослідження для прийняття обґрунтованих і зважених рішень, і Національний банк може бути рушійною силою для їх проведення.

Література

- Armenter R. (2013). The Perils of Nominal Targets. FRB of Philadelphia Working Paper No. 14-2.
- Carvalho C., Eusepi S., Moench E. (2015). In Search of a Nominal Anchor: What Drives Long-Term Inflation Expectations? University of Oregon. The Department of Economics. Working Paper.
- Dedola L., Nakov A. (2014). State-Dependent Pricing and the Paradox of Flexibility. ESSIM.
- Fidrmuc J., Korhonen I. (2015). Meta-analysis of Chinese business cycle correlation. BOFIT Discussion Papers. Bank of Finland, Institute for Economies in Transition.
- Gorodnichenko Y., Sheremirov V., Talavera O. (2014). Price Setting in Online Markets: Does IT Click?. NBER Working Papers 20819, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Hornstein A., Kudlyak M., Fabian L. (2014). Measuring Resource Utilization in the Labor Market. Economic Quarterly, Federal Reserve Bank of Richmond, issue 1Q, pp. 1 – 21.
- Livshits I., Schoors K. (2009). Sovereign Defaults and Banking. University of Western Ontario. Working Paper.
- Maurice O. (2015). Trilemmas and tradeoffs: living with financial globalization. BIS Working Papers No 480.
- Nikolsko-Rzhevskyy A., Papell D., Prodan R. (2013). (Taylor) Rules versus Discretion in U.S. Monetary Policy. Working Papers 2013-198-44, Department of Economics, University of Houston.

Архітектура та повноваження макропруденційних органів: світовий досвід та дороговкази для України

■ Андрій Даниленко
Національний банк України

■ Вікторія Санжаровська
Національний банк України

Визначення макропруденційного органу є одним із ключових елементів забезпечення фінансової стабільності. У рамках окреслених міжнародними інституціями загальних принципів на рівні окремих країн було реалізовано різні варіанти макропруденційної архітектури залежно від рівня розвитку фінансової системи, ролі уряду та повноважень центрального банку. Однак переважає тенденція щодо надання макропруденційного мандата центральному банку, особливо якщо той уже наділений широкими повноваженнями стосовно нагляду та регулювання фінансового сектору. Це типово також для нових ринкових економік. У більшості країн, досвід яких ми вивчали, саме центральні банки застосовують макропруденційні інструменти. Аналіз особливостей банкоцентричної¹ фінансової системи України та світової практики підказує доцільність закріплення у близькій перспективі макропруденційного мандата за Національним банком та подальшого зміцнення співпраці в рамках Ради з фінансової стабільності..

JEL: G280, E580

Ключові слова: макропруденційний мандат, макропруденційні органи, центральний банк, міжвідомчі органи з фінансової стабільності

I. Вступ

Закономірною реакцією на глобальну світову кризу 2007 – 2009 років став запит бізнесу і суспільства у світі на фінансову стабільність. Під фінансовою стабільністю ми розуміємо такий стан фінансової системи, за якого вона здатна належним чином забезпечити ефективне виконання таких ключових функцій, як фінансове посередництво та здійснення платежів, а отже, сприяти стійкому економічному зростанню та протистояти негативному впливу кризових явищ на економіку. Або, як узагальнив Гаррі Шінасі (Garry J. Schinasi, 2006), багато хто визначає фінансову стабільність як “відсутність фінансової нестабільності”.

Для досягнення фінансової стабільності призначені (або утворені) відповідальні державні органи формують та реалізують макропруденційну політику (МПП). Іншими словами, ці органи мають макропруденційний мандат (МПМ). Оскільки йдеться про роботу державних органів, відповідні цілі та повноваження повинні бути окреслені в законах (нормативних актах) згідно з базовим принципом публічного права: державний орган може робити тільки те, що йому дозволено системою права.

Протягом останнього десятиріччя як розвинуті країни, так і нові ринкові економіки шукають оптимальне рішення для архітектури органів, покликаних забезпечувати фінансову стабільність, і закріплюють його у законодавстві. Ефективність цих рішень наразі важко оцінити, оскільки минуло дуже мало часу з моменту їх імплементації², а також відсутні загальноприйняті одиниці або системи вимірювання фінансової стабільності.

¹ Тобто банки мають переважну частку в активах фінансової системи, домінують на ринках капіталу, а також розподіляють основну частину заощаджень в економіці.

² Останнім часом почали з’являтися праці, присвячені спробам оцінити ефективність МПП, проте наразі вони зосереджені переважно на аналізі прикладів окремих країн чи дієвості певних інструментів. Проте нові праці, зокрема Bruno, Shim and Shin (2015) та Akinci and Olmstead-Rumsey (2015), свідчать, що ця тема стає актуальною та перспективною для досліджень.

Потреба у забезпеченні фінансової стабільності на міжнародному рівні сприяла появі рекомендацій щодо МПМ та макропруденційних органів з боку профільних міжнародних організацій, зокрема Європейської ради з системних ризиків (European Systemic Risk Board, ESRB), яка є частиною єдиного наглядового механізму ЄС, та Ради з фінансової стабільності (Financial Stability Board, FSB), котра є консультативним майданчиком Великої двадцятки, у рамках якого розглядаються системні ризики та шляхи їх подолання у світовому масштабі. Пильну увагу до МПМ приділяють також інші міжнародні фінансові організації – МВФ, Світовий банк, Базельський комітет із банківського нагляду.

У цій статті зроблено спробу вивчити й узагальнити розмаїття національних рішень та рекомендацій міжнародних органів щодо розбудови макропруденційних органів, окреслити світові тенденції та закономірності, а також зіставити їх з українською практикою.

II. Визначення макропруденційного мандата: огляд літератури та рекомендацій

Попередні дослідження різних аспектів МПМ створили широке підґрунтя для діалогу стосовно МПМ та макропруденційних органів. Зокрема багато уваги вже було приділено аналізу систем макропруденційних органів – макропруденційній архітектурі в працях Borio (2009), CGFS (2010), Goodhart (2011), Ingves (2011), Nier (2009, 2011), Nier та Tressel (2011), Viñals (2011), Nier et al. (2011), Lim et al. (2013), Brockmeijer et al. (2013). Згадані автори обґрунтували потребу в чіткому визначенні макропруденційних органів, окреслили принципи їх функціонування та розглянули різні конфігурації розподілу повноважень між організаціями – як за умови існування міжвідомчого органу з фінансової стабільності, так і без нього.

Макропруденційні інструменти та їх застосування також розглядалися в низці публікацій, зокрема в працях Borio and Shim (2007), Lim et al. (2011), Nier and Osiński (2013), ESRB (2014), Claessens (2014), Akinci and Olmstead-Rumsey (2015). Зокрема було розроблено рекомендації щодо можливого набору макропруденційного інструментарію, умов та цілей застосування кожного із заходів.

Окремо слід зазначити, що попри широке вживання термінів “МПМ” та “макропруденційний орган”, у тому числі в нормативних актах (включно із міжнародними), серед учених світу нині відсутній консенсус щодо трактування даних понять. Хоча зв'язок між цими двома категоріями не викликає сумнівів: макропруденційним органом можна вважати установу, організацію або колективний орган, який отримав МПМ у межах відповідної території/юрисдикції. Водночас думки щодо наповнення терміна МПМ розходяться.

Окремі дослідники з МВФ схильні розглядати МПМ як право на формування і проведення макропруденційної політики (Osiński, Seal and Hoogduin, 2013). З такого ж розуміння МПМ виходила група дослідників під керівництвом Голови шведського Ріксбанку. Із цим баченням згодні і фінансові регулятори Словенії та Кіпру.

Водночас у багатьох працях дослідників з МВФ повноваження на забезпечення фінансової стабільності також трактується як МПМ. Такої ж позиції дотримується Вища рада фінансової стабільності Франції.

Дослідники з японського інституту монетарних та економічних досліджень Egawa, Otan, Sakiyama (2015), з іншого боку, розділяють поняття “мандата у сфері фінансової стабільності” та “макропруденційного мандата”. На жаль, вони не подають свого розуміння останнього терміна.

Автори цього дослідження схильні розділяти поняття макропруденційного мандата і мандата щодо забезпечення фінансової стабільності. Також підтримуємо точку зору тих дослідників, які вважають макропруденційним мандатом право або повноваження регуляторного органу на формування та проведення макропруденційної політики.

Попри ці термінологічні розбіжності, процес закріплення та уточнення МПМ стрімко розвивається в міжнародному масштабі. Ще у 2009 році в рамках саміту Великої двадцятки в Лондоні лідери провідних держав світу в підсумковій декларації взяли на себе зобов'язання змінити регуляторні системи з тим, щоб вони могли реагувати на макропруденційні ризики, зокрема за допомогою макропруденційних інструментів. У підготовлених Базельським комітетом “Ключових принципах ефективного банківського нагляду” (2012) також ішлося про макропруденційні органи та окремі їх повноваження.

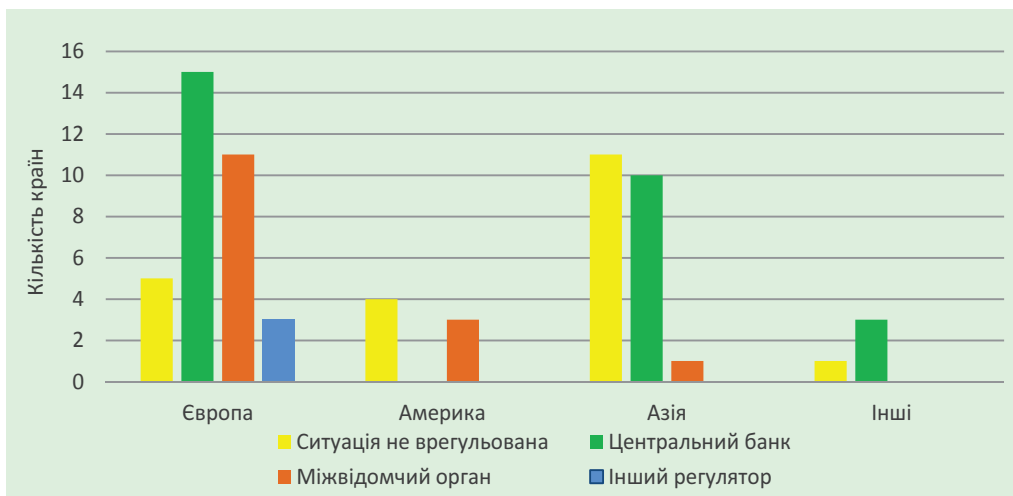
Найбільше в напрямі регламентації підходів до визначення повноважень та архітектури національних макропруденційних органів просунулися в ЄС – передусім через необхідність забезпечити фінансову стабільність у рамках усього європейського економічного інтеграційного угруповання. Було створено макропруденційний орган на рівні ЄС – ЄРСР, надано певні макропруденційні повноваження ЄЦБ. Тож ЄРСР у рекомендації від 2011 року окреслила вимоги до органів із МПМ на національному рівні в ЄС, зокрема щодо чіткого визначення МПМ на національному рівні (із закріпленням або за окремою інституцією, або за колективним органом) та наголосу на забезпеченні провідної ролі центральних банків (особливо у випадку, коли банк відповідає за нагляд).

III. Спільні риси та особливості національних макропруденційних мандатів

За результатами дослідження, яке охопило 67³ країн із різних регіонів світу, бачимо різні національні підходи до визначення органів із МПМ. Ці рішення значною мірою зумовлювалися традиціями, що сформувалися у фінансовому регулюванні та державному управлінні в цілому, залежно від структури та специфіки місцевих фінансових ринків. Зокрема вагомими факторами могли бути банкоцентричність фінансової системи, високий рівень інституціональної розбудови, незалежності центрального банку та довіри до нього.

У географічному розрізі спостерігалися певні особливості (див. рисунок 1).

Рисунок 1. Макропруденційні органи (географічний зріз)



У Європі залишилося порівняно небагато країн, де ситуація з МПМ досі не врегульована. При цьому в деяких із них необхідні законопроекти вже передано на розгляд парламентів, зокрема в Італії та Румунії. МПМ надавався здебільшого центральному банку або міжвідомчому органу з фінансової стабільності. Європа також є єдиним регіоном, де в окремих країнах МПМ закріплено за іншим фінансовим регулятором (наглядним органом чи міністерством фінансів). Проте така практика є винятком і не набула поширення.

У досліджених країнах Америки МПМ наданий міжвідомчому органу (США, Чилі) або чітко не визначений (Канада, Бразилія).

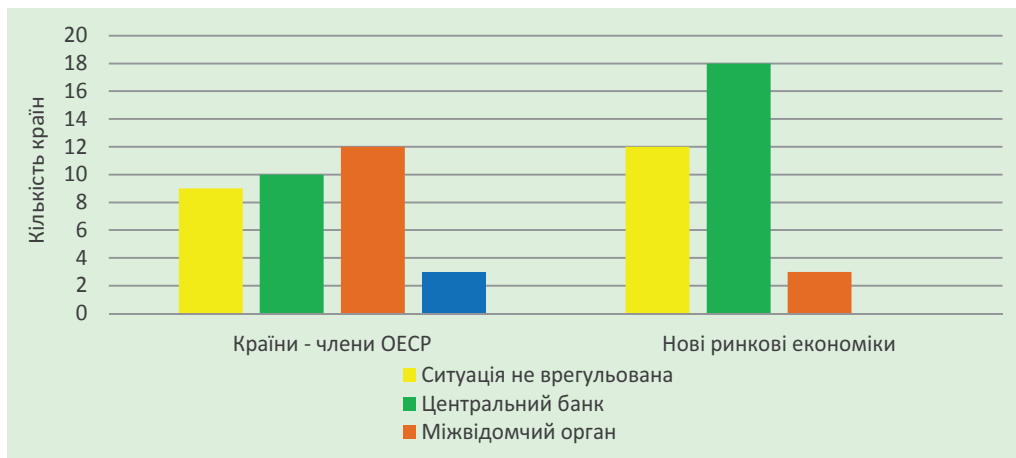
Серед проаналізованих держав Азії майже в половині з них не було виявлено чітко визначеного макропруденційного органу. Там, де ситуація вже унормована, в більшості випадків МПМ надано центральному банку і лише в окремих – міжвідомчому колективному органу.

У решті країн (країнах Африки, в Австралії та Новій Зеландії) МПМ також переважно закріплено за центральними банками.

За рівнем розвитку економіки спостерігався такий розподіл (див. рисунок 2). Серед розвинутих держав (до них відносимо країни – члени ОЕСР) спостерігається найбільша неоднорідність рішень щодо надання МПМ: досить поширеними є як МПМ у центрального банку, так і в міжвідомчого органу з фінансової стабільності. Як згадувалося вище, в цій групі країн також трапляються випадки визначення макропруденційним органом інших регуляторів фінансового сектору (переважно наглядового органу, а в Норвегії – навіть міністерства фінансів). Водночас у багатьох країнах ситуація залишається нерегульованою.

³ Ще у трьох із досліджених країн – Азербайджані, Киргизстані та В'єтнамі – не було знайдено ознак законодавчо окресленого МПМ та застосування макропруденційних інструментів, тому їх не включено до подальшого аналізу.

Рисунок 2. Макропруденційні органи (за рівнем розвитку)



У нових ринкових економіках (зокрема, в Малайзії, Сербії, Таїланді) найпоширенішим є надання МПМ центральному банку; визначення ж міжвідомчого органу в ролі макропруденційного органу поширене порівняно мало.

Водночас спільною для багатьох країн рисою є те, що дедалі частіше МПМ закріплюється на законодавчому рівні; особливо це характерно для ЄС. Так, у 29 із 30 європейських країн, досвід яких вивчався і де макропруденційний орган уже офіційно створено, МПМ окреслено в законах. Часто це робиться шляхом внесення змін до чинних законодавчих актів, особливо коли МПМ отримує центральний банк. Водночас протягом останніх років набуває поширення практика ухвалення нових профільних, “макропруденційних” законів – передусім у тих випадках, коли МПМ надано міжвідомчому органу⁴. Йдеться зокрема про Німеччину, Словенію та Хорватію (усі закони – в редакції 2013 р.), Ісландію (2014 р.), Польщу, Люксембург (2015 р.).

Цікавим аспектом є залежність розподілу МПМ від ролі центрального банку у сфері нагляду та регулювання фінансового сектору.

Із дослідження можна зробити висновок про те, що чим більше в центрального банку повноважень, передусім у сфері нагляду, тим вища ймовірність отримання ним МПМ (див. таблицю 1). Такий розподіл відповідає рекомендаціям ЄРСР та експертів МВФ. Так, у всіх випадках, коли центральний банк є мегарегулятором⁵, він також отримує мандат на МПМ. Однак в Естонії та Литві центральні банки також отримали МПМ, хоча й не наділені повноваженнями щодо нагляду навіть за банківським сектором. Це пояснюється зокрема досвідом у сфері аналізу фінансового сектору та інституційною спроможністю, які традиційно притаманні центральним банкам.

⁴ Якщо МПМ надавався центральному банку, то в переважній більшості випадків відповідні зміни вносилися до профільного закону, яким регулюється його діяльність.

⁵ Тобто відповідає за регулювання фінансового сектору в цілому, а не тільки банківського сегмента.

Таблиця 1. Співвідношення МПМ та прав центробанку щодо нагляду

| У кого мандат | у центробанку (28) | 2 | 16 | 10 |
|---|--|---|---|---|
| | | Естонія, Латвія | Албанія, Бельгія, Велика Британія*, Греція*, Ірландія, Катар, Кіпр, Малайзія, Мальта, Монголія, Нігерія, Нова Зеландія, ПАР, Португалія, Таїланд, Індонезія | Вірменія, Грузія, Казахстан, Литва, Оман, Сербія, Сінгапур, Словаччина, Угорщина, Чехія |
| у міжвідомчого органу (15) | 6 | 9 | 0 | |
| | Австрія, Данія, Ісландія, Люксембург, ФРН, Польща | Болгарія, Нідерланди, Словенія, США, Туреччина, Хорватія, Франція*, Уругвай, Чилі | – | |
| в інших регуляторів (3) | 2 | 1 | 0 | |
| | Швеція (Фінансова інспекція), Фінляндія (Орган із фінансового нагляду) | Норвегія (міністерство фінансів) | – | |
| без повноважень нагляду | | (частковий) регулятор банківського сектору | мегарегулятор | |
| Повноваження центробанку щодо нагляду у фінансовому секторі | | | | |

* Майже мегарегулятор.

У рамках вивчення національного досвіду розподілу МПМ цікаво співвіднести його з архітектурою органів забезпечення фінансової стабільності на рівні країн.

Варто зазначити, що в багатьох державах, досвід яких ми вивчали, існують певні міжвідомчі колективні органи (ради, комітети) з питань фінансової стабільності або принаймні діють відповідні меморандуми про взаємодію між фінансовими регуляторами (у країнах, де центральні банки є мегарегуляторами, роль міжвідомчих органів часто відводиться внутрішнім комітетам із фінансової стабільності) (див. таблицю 2). Зазвичай у розвинутих державах (країнах ОЕСР), в яких створено міжвідомчі органи з фінансової стабільності, переважно головує представник уряду (у більшості випадків – в особі міністра фінансів). Водночас у цих міжвідомчих органах завжди забезпечуються особливі повноваження та інтереси центрального банку (наприклад, у ФРН – право вето на рішення та виключне право ініціювання застосування макропруденційних інструментів). У будь-якому випадку інформаційно-аналітична підтримка здійснюється центральним банком.

Таблиця 2. Міжвідомчий орган та головування в ньому

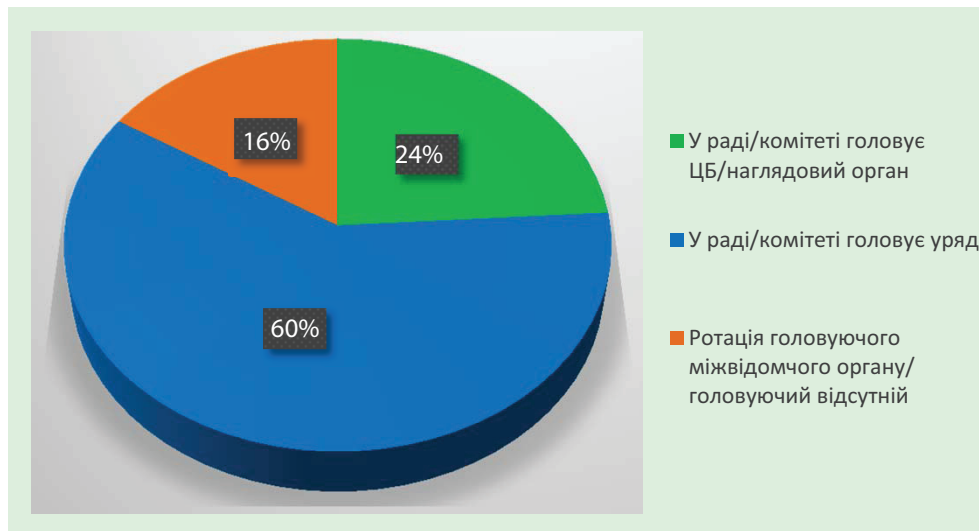
| | Без міжвідомчого органу (14) | У раді/комітеті головує центральний банк (21) | У раді/комітеті головує наглядовий орган (1) | У раді/комітеті головує уряд (24) | Ротація членів міжвідомчого органу (6) |
|---|---|---|--|---|---|
| | 6 | 5 | 0 | 1 | 0 |
| ЦБ – мегарегулятор (13) | Бахрейн, Вірменія, Грузія, Литва, Сінгапур, Чехія | Білорусь, Казахстан, Оман, Сербія, Угорщина | – | Росія | – |
| | 6 | 14 | 0 | 15 | 4 |
| ЦБ – регулятор банківського сектору (39) | Бельгія, Велика Британія, Ірландія, Ізраїль, ОАЕ, Саудівська Аравія | Австралія, Катар, Кіпр, Малайзія, Мальта, Нігерія, Нідерланди, ПАР, Португалія, Румунія, Словенія, Таїланд, Філіппіни, Хорватія | – | Албанія, Греція, США, Аргентина, Туреччина, Гонконг, Індія, Іспанія, Італія, Франція, Уругвай, Болгарія, Норвегія, Південна Корея, Чилі | Монголія, Нова Зеландія, Бразилія, Індонезія* |
| | 2 | 2 | 1 | 8 | 2 |
| ЦБ без прав нагляду (15) | Швейцарія, Японія | Латвія, Данія** | Австрія | Естонія, Мексика, Ісландія, Німеччина, Швеція, Канада**, Китай, Люксембург** | Польща, Фінляндія |

* Відсутній формальний головуючий.

** Країна має два і більше міжвідомчі органи.

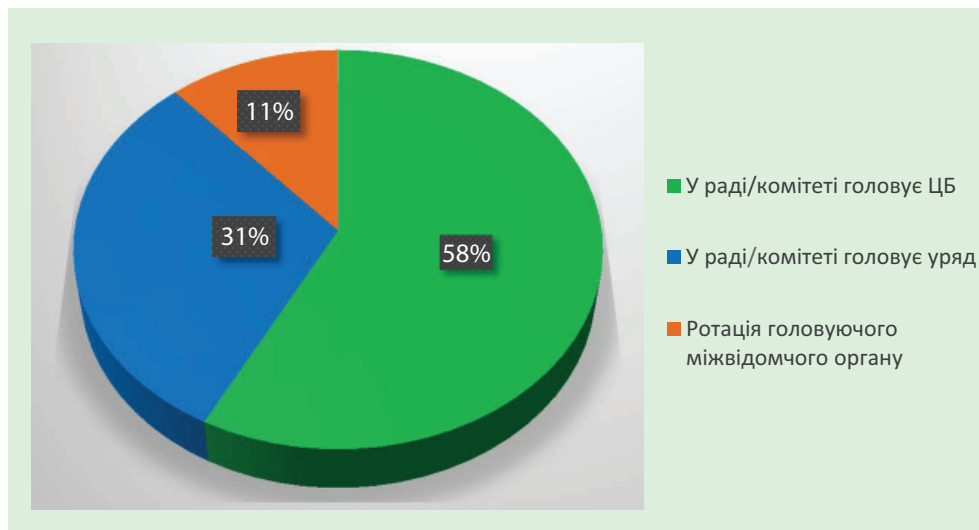
У нових ринкових економіках поширенішим є головування керівників центральних банків у міжвідомчих радах/ комітетах. Ротація головуючого в обох групах країн відбувається нечасто (див. рисунки 3, 4).

Рисунок 3. Розподіл ролей у міжвідомчих органах у розвинутих країнах (членах ОЕСР)



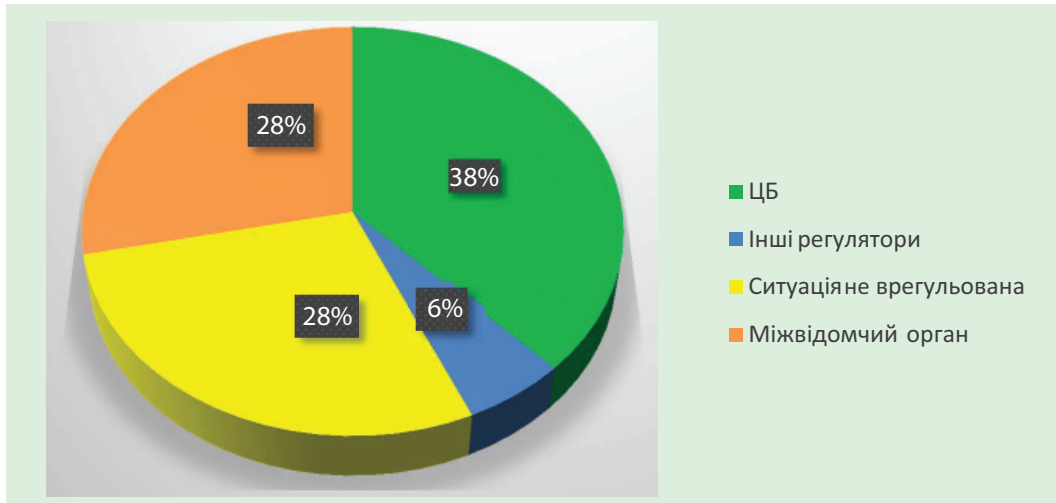
Примітка. Випадок Австрії (головеє наглядовий орган) віднесено до категорії “головеє ЦБ/наглядовий орган”. Ситуації, коли головуючий змінюється залежно від фази економічного циклу (криза чи “нормальні часи” – випадок Польщі), віднесено до “ротації членів”.

Рисунок 4. Розподіл ролей у міжвідомчих органах у нових ринкових економіках



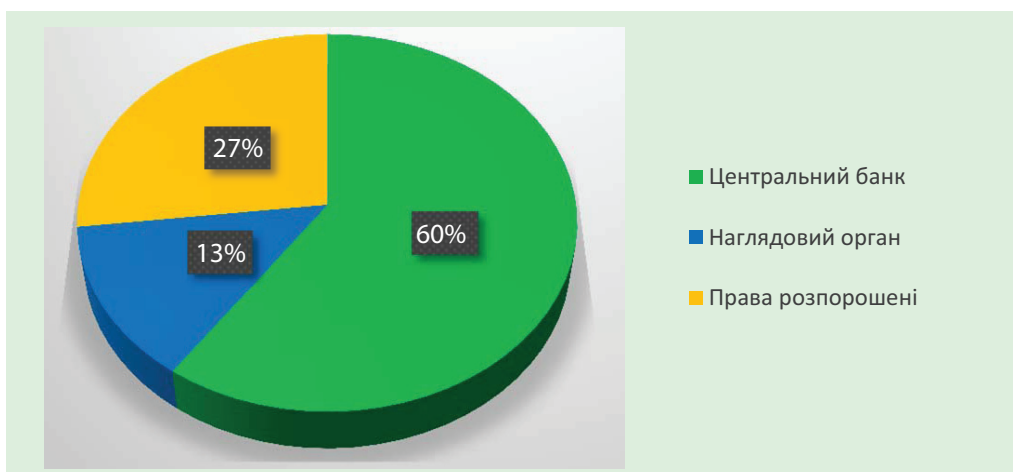
Водночас факт наявності міжвідомчого органу з фінансової стабільності (зафіксований нами у 53 країнах) не був вирішальним фактором у прийнятті рішення щодо визначення макропруденційного органу (див. рисунок 5). Таким чином, хоча створення колегіального органу з фінансової стабільності є поширеною практикою, його роль із точки зору МПМ значно варіюється залежно від національних умов.

Рисунок 5. Макропруденційні мандати в країнах, де існує міжвідомчий орган з ФС (53)



З МПМ тісно пов'язано застосування макропруденційних інструментів⁶ (див. рисунок 6). У більшості досліджених випадків за застосування цих інструментів відповідають центральні банки – у 40 із 67 країн (як у випадках, коли за банками закріплено МПМ, так і в деяких державах, де ситуація формально не врегульована). Поширена також практика застосування макропруденційних інструментів наглядовими органами. Водночас у багатьох країнах існує розподіл повноважень у сфері фінансової стабільності. Це набуває форми або закріплення макропруденційних інструментів за різними органами, або кількості етапних процедур, у рамках яких до погодження застосування певних інструментів залучається, крім установи-ініціатора, також колективний (міжвідомчий) орган у сфері фінансової стабільності.

Рисунок 6. Хто застосовує макропруденційні інструменти

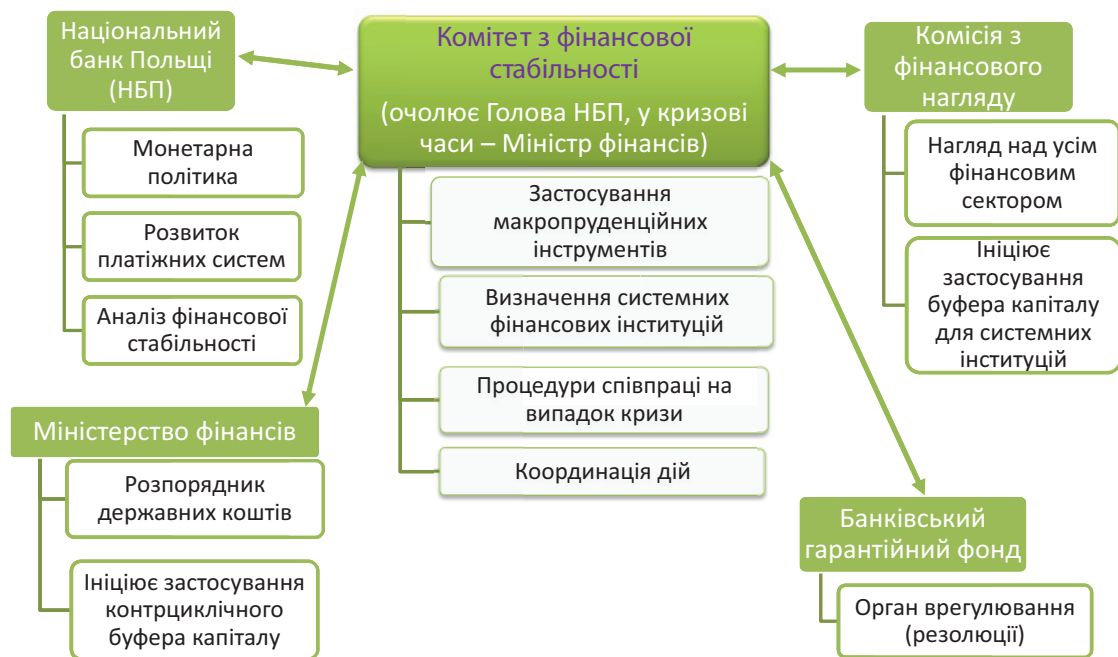


⁶ У межах дослідження для кращої порівнянності ми зосереджувалися передусім на макропруденційних інструментах, передбачених Базелем III.

При цьому рівень фіксації права на застосування макропруденційних інструментів різний: це може бути профільний закон про макропруденційний нагляд, окремий закон про нагляд та регулювання в банківському (фінансовому) секторі або внутрішній нормативний акт регулятора. Окремий випадок становлять держави ЄС, де необхідність імплементації у національне законодавство ухвалених на загальноєвропейському рівні директив та передбачених регламентами механізмів зумовлює необхідність фіксації повноважень стосовно макропруденційних інструментів у законах.

В окремих випадках ситуація з правом застосування макропруденційних інструментів досить складна. Цікавим прикладом є система розподілу макропруденційних повноважень (у тому числі щодо застосування заходів та інструментів) згідно з новим законом у Польщі (див. рисунок 7). Тут ми бачимо розподіл повноважень щодо ініціювання, погодження та застосування макропруденційних інструментів між регуляторами на кількох рівнях. Регулятор може ініціювати застосування заходу в межах своєї компетенції за законом, вносить цю пропозицію на розгляд Комітету з фінансової стабільності, а потім застосовує з огляду на позицію комітету. З одного боку, це створює систему балансів та противаг між органами, забезпечує колегіальність та зваженість рішень, з іншого – система може виявитися занадто складною та негнучкою для того, щоб забезпечити оперативність прийняття рішень у кризовій ситуації.

Рисунок 7. Система макропруденційного нагляду в Польщі



Водночас у Чехії та Словаччині ініціювання та реалізація рішення про застосування макропруденційних інструментів відбувається виключно в межах центрального банку. Це зосереджує відповідальність на одному регуляторі (що робить систему більш прозорою) і водночас може сприяти ухваленню оперативніших рішень.

Отже, незважаючи на регіональні, національні економічні та політичні особливості країн, у процесі прийняття рішення про визначення макропруденційного органу часто враховують модель фінансової системи в країні, фактичний рівень повноважень, незалежності та інституційної спроможності регуляторів фінансового ринку. При цьому факт наявності в країні міжвідомчого органу з фінансової стабільності в багатьох випадках не був вирішальним при визначенні органу, наділеного МПМ.

IV. Ситуація в Україні: інституційну рамку створено. Що далі?

На сьогодні мандат щодо забезпечення фінансової стабільності в Україні, по суті, виконується Національним банком України.

У частині 3 статті 6 Закону України “Про Національний банк України” (в редакції, яка була ухвалена лише у 2015 році) зокрема сказано: “Національний банк у межах своїх повноважень сприяє фінансовій стабільності, в тому числі стабільності банківської системи за умови, що це не перешкоджає досягненню цілі, визначеної у частині другій цієї статті” (йдеться про досягнення та підтримку цінової стабільності). Як і більшість центральних банків, НБУ виходить із пріоритетності досягнення та підтримки стабільності цін, проте пильну увагу приділяє стану фінансової системи загалом та аналізу і протидії ризикам, які можуть порушити її стійкість. Відповідно функцію щодо аналізу фінансової стабільності додано до статей 7 і 57 закону про НБУ.

Іншим органом, який отримав повноваження у сфері сприяння фінансовій стабільності, є Рада з фінансової стабільності (далі – Рада), створена указом Президента України № 170 від 24 березня 2015 року. Рада – це платформа для професійного обговорення ключових проблем української фінансової системи та ризиків для фінансової стабільності країни. До складу Ради входять керівники Національного банку, Міністерства фінансів, Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВФО) та двох регуляторів фінансового ринку – Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) та Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (Нацкомфінпослуг). Такий перелік не випадковий: з одного боку, учасники мають вплив практично на всі процеси у фінансовій системі, з іншого – відсутність сторонніх осіб сприяє проведенню фахових дискусій, мінімізує політичний інтерес до роботи органу та запобігає витоку чутливої інформації.

Відповідно до світової практики Рада розглядає виключно системні ризики, тобто ті, що можуть призвести до дестабілізації роботи не окремих фінансових установ (якими б великими вони не були), а всього фінансового сектору та спричинити серйозні наслідки для економіки в цілому. Приклади типових системних ризиків – різке зростання державного боргу, суттєве падіння попиту на світових товарних ринках або формування бульбашок на окремих ринках.

Варто підкреслити, що Рада – це платформа для фахових дискусій, а не центр прийняття рішень чи державний орган впливу⁷. Будь-який, навіть мінімальний тиск із боку політиків тільки заважав би об’єктивності дискусій. Рада не втручається в повноваження ані органів, які до неї входять, ані будь-яких інших державних структур. За підсумками обговорень Рада може лише рекомендувати певні дії. Втім, адресат рекомендації повинен або виконувати їх, або пояснювати причини невиконання – відповідно до загальноприйнятого в Європі принципу “дотримуйся або пояснюй”.

Решта регуляторів (НКЦПФР, Нацкомфінпослуг), попри зацікавленість у збереженні фінансової стабільності та певні повноваження, не мають юридично закріпленого мандата на забезпечення фінансової стабільності (не кажучи вже про МПМ). Отже, формально їхній вплив на фінансову стабільність обмежено участю в Раді з фінансової стабільності.

Поки що відбулося сім засідань Ради, на яких традиційно обговорювалися системні ризики, котрі загрожують стабільності фінансової системи та економіки в цілому, а також низка найболючіших питань, які потребували координації зусиль регуляторів. За цей час не було вироблено формальних рекомендацій, що зумовлено накопиченням досвіду функціонування міжвідомчого органу та напрацюванням, так би мовити, правильного формату. З іншого боку, відверта й аргументована розмова у форматі Ради сприяла досягненню певних домовленостей, які дали конкретні результати. Зокрема було уточнено засади перетворень у державних банках; ФГВФО отримав від уряду наприкінці 2015 року додаткові 21.5 млрд. грн. для виплат вкладникам збанкрутілих банків; нарешті створено ключові передумови для запровадження нового монетарного режиму – інфляційного таргетування тощо.

⁷ До певної міри винятком із цього правила можна вважати повноваження Ради приймати рішення про наявність ознак нестійкого фінансового стану банківської системи, виникнення обставин, що загрожують стабільності банківської/фінансової системи країни, що надає НБУ “право визначати тимчасові особливості регулювання та нагляду за банками або іншими особами, які можуть бути об’єктом перевірки Національного банку України...” (стаття 71 Закону України “Про Національний банк України”). Проте враховуючи, що ця норма не обмежує повноваження НБУ, а, навпаки, розширює, можна вважати, що вона не суперечить згаданому принципу.

На даний момент та за поточних завдань відсутність нормативної фіксації МПМ в Україні не можна вважати фактором, який серйозно обмежує нагляд за фінансовим сектором (включно із макропруденційним). Це пояснюється вже нині наявністю в НБУ повноважень для аналізу та моніторингу фінансової стабільності і застосуванням пруденційних інструментів у макропруденційних цілях. Водночас ефективність політики Національного банку із забезпечення фінансової стабільності обмежена, якщо ризики виникають поза периметром банківського сектору. В таких випадках НБУ повинен покладатися на інституційну спроможність інших регуляторів фінансового сектору та ефективність взаємодії з ними.

Зважаючи на євроінтеграційні прагнення України (а отже, і рекомендації ЄРСР), загальносвітові тенденції розвитку фінансового сектору, а також плани стосовно подальшої розбудови макропруденційного інструментарію, визначення та законодавче закріплення МПМ стає найбільш бажаним сценарієм.

V. Висновки та рекомендації

При визначенні МПМ в Україні необхідно виходити з низки об'єктивних обставин:

- українська фінансова система є банкоцентричною. Частка банківської системи в 2015 році становила близько 80% активів фінансового сектору України;
- Національний банк нині виконує функції регулювання та нагляду за банківським сектором та нагляду за платіжними системами. А з прийняттям закону про консолідацію нагляду у фінансовому секторі та перерозподіл функцій Нацкомфінпослуг⁸ наглядові повноваження НБУ значно розширяться;
- Національний банк і де-юре і де-факто є найбільш незалежним регулятором в Україні;
- найбільший досвід аналізу фінансової стабільності (у масштабах фінансового сектору в цілому) накопичено в НБУ – потрібні знання і навички щодо процесів у фінансовому секторі, макро- та мікродані, необхідний інструментарій, у тому числі модельний апарат та організаційні ресурси;
- в Україні другий рік працює Рада з фінансової стабільності, яка наділена повноваженнями як щодо запобігання кризам, так і щодо управління ними. Учасники володіють знаннями про всі сегменти фінансової системи та безпосередньо відповідають за їх регулювання. Організаційну та аналітичну підтримку роботи Ради здійснює секретаріат, який функціонує у складі Департаменту фінансової стабільності НБУ.

Після отримання повноважень для регулювання широкого спектра фінансових інституцій (які повинні перейти від Нацкомфінпослуг) Національний банк фактично наблизиться до статусу мегарегулятора фінансового сектору. Зважаючи на це і беручи до уваги викладені вище об'єктивні обставини, а також враховуючи світовий досвід, вважаємо необхідним також формальне законодавче закріплення МПМ за НБУ для забезпечення відповідності рекомендаціям ЄРСР. Для цього достатнім вважаємо внесення змін до чинного Закону України “Про Національний банк України”.

Водночас Рада з фінансової стабільності залишатиметься важливим майданчиком для взаємодії регуляторів фінансового сектору. Більше того, в умовах консолідації нагляду у фінансовому секторі, потреби у посиленні координації дій регуляторів може виникнути необхідність у розширенні функцій та повноважень Ради. Зокрема, мова може йти про скоординовані обмежувальні заходи для нейтралізації міжсекторальних системних ризиків.

⁸ Проект Закону “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо консолідації функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг” № 2413а від 20.07.2015 р.

Література

- Act of the Republic of Croatia of 2013 “Act on the Financial Stability Council” (OG 159/2013).
- Act of the Republic of Poland, “Ustawa o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym” (Uchwalono na pos. nr 98 dnia 05-08-2015) (Dz.U. poz. 1513).
- Act of the Republic of Slovenia “Zakon o makrobonitetnem nadzoru finančnega Sistema” (Uradni list RS, št. 100/13).
- Act on Monitoring Financial Stability (Financial Stability Act) - Gesetz zur Überwachung der Finanzstabilität (Finanzstabilitätsgesetz) in the wording of the announcement of 28 November 2012 (Federal Law Gazette I, page 2369) as last amended by Article 2 paragraph 36 of the Act of 1 April 2015 (Federal Law Gazette I, page 434).
- Act on the Financial Stability Council, Iceland, no. 66/2014, dated 28 May 2014.
- Arvai Z., Prasad A. and Katayama K. (2014). Macroprudential Policy in the GCC Countries, IMF Discussion note SDN/14/01.
- Bank of Slovenia. Macroprudential Policy for the Banking Sector – Strategic Framework.
- Basel Committee on Banking Supervision (2012). Core Principles for Effective Banking Supervision.
- BIS (2011). Central bank governance and financial stability. A report by a Study Group chaired by Stefan Ingves, Governor, Sveriges Riksbank.
- Borio C. and Drehmann M. (2009). Towards an operational framework for financial stability: “fuzzy” measurement and its consequences, BIS Working Paper No 284.
- Bruno V., Shim I. and Song Shin H. (2015). Comparative assessment of macroprudential policies, BIS Working Papers No 502.
- Central Bank of Cyprus, official site.
- Cheng Hoon Lim et al. (2013). The Macroprudential Framework: Policy Responsiveness and Institutional Arrangements, IMF Working Paper, WP/13/166.
- Claessens S. (2014). An Overview of Macroprudential Policy Tools, IMF Working Paper WP/14/214.
- Borio C. and Shim I. (2007). What can (macro-) prudential policy do to support monetary policy?, BIS Working Papers No 242.
- Committee on the Global Financial System (2010). Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences. CGFS Papers No 38.
- Egawa E., Otani A., Sakiyama T. (2015). What Determines Institutional Arrangements for Macroprudential Policy?, IMES Discussion Paper Series 2015-E-3.
- ESRB (2011). Recommendation on the macro-prudential mandate of national authorities (ESRB/2011/3).
- ESRB (2014). Recommendation on the macro-prudential mandate of national authorities (ESRB/2011/3) Follow-up Report – Overall assessment.
- ESRB (2014). The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector.
- ESRB (2015). National competent or designated authorities for CRD IV/CRR instruments and current or future implementation of macroprudential instruments.
- G20 London Summit (2009). Declaration on Strengthening the Financial System.
- Goodhart C. (2011). The Macro-Prudential Authority: Powers, Scope and Accountability, OECD Journal: Financial Market Trends Volume 2011 – Issue 2.

- Gramegna P. (2015). Loi du 1er avril 2015 portant création d'un comité du risque systémique et modifiant la loi modifiée du 23 décembre 1998 relative au statut monétaire et à la Banque centrale du Luxembourg. Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg, A – N° 64. p. 1294.
- IMF (2011). Macroprudential Policy: An Organizing Framework, Monetary and Capital Markets Department, approved by José Viñals.
- Jansen B. et al. (2013). Implementing Macroprudential Policy – Selected Legal Issues, IMF.
- Liebeg D. and Posch M. (2011). Macroprudential Regulation and Supervision: From the Identification of Systemic Risks to Policy Measures, Finanzmarktstabilitätsbericht, Oesterreichische Nationalbank.
- Lim C. et al. (2011). Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences, IMF Working Paper WP/11/238.
- Masahiro K. and Morgan P. (2012). Central Banking for Financial Stability in Asia, Policy Research Institute, Ministry of Finance of Japan, Public Policy Review, Vol.8, No3.
- Nier E. (2009). Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons From the Crisis, IMF Working Paper WP/09/70.
- Nier E. et al. (2011). Institutional Models for Macroprudential Policy by, IMF Discussion note SDN/11/18.
- Nier E. et al. (2011). Towards Effective Macroprudential Policy Frameworks: An Assessment of Stylized Institutional Models, IMF Working Paper, WP/11/250.
- Nier E. and Osiński J. (2013). Key Aspects of Macroprudential Policy, IMF Background Paper.
- Nier E. et al. (2013). Key Aspects of Macroprudential Policy, IMF.
- Osiński J., Seal K. and Hoogduin L. (2013). Macroprudential and Microprudential Policies: Toward Cohabitation, IMF Discussion note SDN 13/05.
- Ozge A. and Olmstead-Rumsey J. (2015). How Effective are Macroprudential Policies? An Empirical Investigation, International Finance Discussion Papers 1136.
- Salim M. Darbar and Wu X. (2015). Experiences with Macroprudential Policy – Five Case Studies, WP/15/123 IMF Working Paper.
- Schinasi G. (2005). Safeguarding Financial Stability: theory and practice, IMF.
- Viñals J. (2011). The Do's and Don'ts of Macroprudential Policy, European Commission and ECB Conference on Financial Integration and Stability, Brussels, 2 May 2011.

НЕЛІНІЙНИЙ ЕФЕКТ ПЕРЕНЕСЕННЯ ОБМІННОГО КУРСУ НА ВНУТРІШНІ ЦІНИ В УКРАЇНІ

Олександр Фарина
Національний банк України
Національний університет “Києво-Могилянська академія”

Метою дослідження є оцінювання ефекту перенесення обмінного курсу на внутрішні ціни в Україні з урахуванням нелінійної реакції цін на різний напрям та розмір курсових коливань. На основі дезагрегованих даних щодо споживчих цін побудовано панельну авторегресійну модель із розподіленими лагами (ARDL), що включає граничні параметри для врахування нелінійностей у механізмі ефекту перенесення. Розраховано динамічний коефіцієнт перенесення з урахуванням персистентності інфляції та обмінного курсу. Ефект перенесення на базову інфляцію є значно більшим унаслідок девальваційних процесів, тоді як ціни на сирі продовольчі товари чутливіші до ревальвації. Водночас за результатами моделювання встановлено, що незначні та суттєві зміни обмінного курсу значною мірою переносяться на рівень споживчих цін, при цьому вплив помірних коливань статистично незначущий.

JEL Codes: E31, E52, E58, F31.

Ключові слова: ефект перенесення обмінного курсу, інфляція, Україна, нелінійний ефект перенесення, авторегресійна модель із розподіленими лагами.

I. Вступ

Ефект перенесення обмінного курсу (англ. – Exchange rate pass-through, надалі – ERPT) традиційно визначається як відсоткова зміна ціни імпортованого товару внаслідок зміни на один відсоток номінального обмінного курсу¹. Після розпаду Бреттон-Вудської валютної системи парадокс неповного ефекту перенесення на імпорتنі ціни став популярним дослідницьким напрямом у теоретичній та емпіричній літературі. Більше того, детальне розуміння механізму перенесення валютних шоків на внутрішню інфляцію набуває особливого значення для монетарної політики країни в процесі прогнозування інфляції та дає змогу центральному банку ефективно реагувати на коливання обмінного курсу і забезпечувати цінову стабільність.

Незважаючи на особливе значення механізму перенесення обмінного курсу для відкритих і малих економік, дане питання для українських реалій є малодослідженим. Наскільки нам відомо, існує лише кілька досліджень, що емпірично оцінюють ефект перенесення в Україні (див. таблицю 1). Зокрема, Korhonen & Wachtel (2005) вивчали ефект перенесення обмінного курсу на споживчі ціни в країнах СНД. На основі аналізу векторних авторегресій та функцій імпульсних відгуків автори визначають коефіцієнт ERPT для України на рівні 0.63-0.64. Порівняно з іншими країнами СНД результати для України є відносно високими. Використовуючи схожий аналітичний підхід, Beckmann & Fidrmuc (2013) оцінили ефект перенесення для семи країн СНД та підтвердили високий ступінь чутливості споживчих цін в Україні до коливань обмінного курсу. Автори розширили свій аналіз оцінками ефекту перенесення як номінального обмінного курсу долара США, так і курсу євро. Згідно з їхніми результатами споживчі ціни в Україні чутливіші до зміни курсу долара США (0.45), ніж до курсу євро (0.25). Novikova & Volkov (2012) використали у своєму дослідженні модель корекції похибок з урахуванням довгострокової залежності (коінтеграції) між рівнями цін та обмінного курсу й оцінили ERPT на базову інфляцію в Україні на рівні 0.35-0.47.

■ Стаття є перекладом оригінальної статті англійською мовою. У разі будь-яких розбіжностей між оригінальною статтею та її перекладом українською мовою англomовна версія статті має переважний статус.

¹ Goldberg & Knetter (1997) наводять визначення.

Таблиця 1. Емпіричні оцінки ефекту перенесення для України

| Джерело | Індекс цін | Період вибірки | Обмінний курс | ERPT |
|--------------------------------------|-------------|----------------|------------------|-------------|
| Korhonen & Wachtel (2005) | ІСЦ | 1999 – 2004 | Долар США | 0.63 – 0.64 |
| | | | Євро | 0.24 – 0.28 |
| Beckmann & Fidrmuc (2013) | ІСЦ | 1999 – 2010 | Долар США | 0.45 |
| | | | Євро | 0.25 |
| Novikova & Volkov (2012) | Базовий ІСЦ | 2004 – 2012 | Долар США | 0.35 – 0.47 |
| Faryna (2016, публікація очікується) | Базовий ІСЦ | 2001 – 2015 | Долар США | 0.40 – 0.42 |
| | | | Євро | 0.20 – 0.21 |
| | | | НЕОК | 0.27 – 0.28 |
| | | | Російський рубль | 0.09 – 0.10 |

Незважаючи на те, що наявні емпіричні результати є змішаними, всі вони вказують на відносно високий ступінь ефекту перенесення в Україні. Проте ці дослідження не включають або лише частково включають аналіз нелінійності в механізмі ERPT. Тому в нашій статті ми робимо спробу заповнити прогалину в літературі та дослідити реакцію споживчих цін в Україні на різний напрям та розмір курсових коливань. На основі добре відомого мікроекономічного підходу формування цін на товари, що пояснює природу та особливості встановлення розміру націнки іноземними виробниками, ми використовуємо лінійну авторегресійну модель із розподіленими лагами (ARDL) та розширюємо базову специфікацію включенням фіктивних параметрів, що дає змогу врахувати асиметричність ефекту перенесення внаслідок девальвації та ревальвації, а також нелінійність унаслідок незначних, помірних та суттєвих змін обмінного курсу. Ступінь ефекту перенесення розраховано як динамічний мультиплікатор з урахуванням персистентності інфляції та обмінного курсу.

Структура статті є такою: в другому розділі подається короткий огляд літератури, в якій вивчається ефект перенесення обмінного курсу на ціни; аналітичний підхід, що використано в дослідженні, описано в третьому розділі; інструментарій оцінювання та особливості статистичних даних відображено в четвертому розділі; у п'ятому розділі запропоновано емпіричні результати; шостий розділ містить висновки та заключні примітки.

II. Короткий огляд літератури

У розділі проведено короткий огляд літератури, в якій вивчається нелінійна реакція цін на зміни обмінного курсу. Крім того, в розділі описано наявні емпіричні підтвердження нелінійності ефекту перенесення в різних країнах світу.

A. Асиметричний ефект перенесення внаслідок девальвації та ревальвації

Для вивчення нелінійності ефекту перенесення, що виникає внаслідок різного напрямку курсових коливань, у наявних дослідженнях часто використовується мікроекономічна теорія ціноутворення з урахуванням ринкових умов (англ. – pricing-to-market). Цим підходом передбачається, що природа націнки на товар, який експортується іноземним виробником, є різною у випадку девальвації або ревальвації валюти країни імпортера. Зокрема, ревальвація національної валюти імпортера має позитивний вплив на націнку іноземного експортера, тобто збільшення націнки та утримання незмінних цін у валюті імпортера є привабливішим. У випадку ж девальвації валюти країни призначення іноземний експортер більше схильний до перенесення курсових коливань та підвищення рівня цін з метою підтримки стабільного прибутку.

Проте згідно з твердженнями Pollard & Coughlin (2004) та Marston (1990), якщо іноземний виробник піклується про частку ринку, він більше схильний до перенесення ревальвації та зниження цін у валюті імпортера, що дасть йому змогу підвищити конкурентоздатність свого товару. Натомість девальваційні процеси не відображаються на внутрішніх

цінах, адже для запобігання втрати частки ринку іноземні експортери зважають на ціни товарів-замінників, вироблених у країні призначення. Таким чином, у конкурентному середовищі внутрішні ціни чутливіші до девальвації обмінного курсу, ніж до девальвації.

Водночас в умовах недосконалої конкуренції частка ринку іноземного виробника в країні імпортера є високою, що дає йому змогу впливати на процес формування цін. Bussiere (2007) і Delatte & Lopez-Villavicencio (2012) стверджують, що чим вища частка ринку, тим менше стимулів у експортера поглинати девальвацію обмінного курсу, тобто знижувати прибуток за рахунок незмінних цін у валюті імпортера; а також переносити девальвацію, тобто знижувати ціни за рахунок збереження незмінного прибутку. Таким чином, у цьому випадку ціни чутливіші до девальвації національної валюти, ніж до девальвації.

Б. Нелінійний ефект перенесення внаслідок малих та великих змін обмінного курсу

Вплив незначних та суттєвих коливань обмінного курсу може також бути нелінійним. Pollard and Coughlin (2004) пояснюють такий тип нелінійності наявністю додаткових витрат, котрі виникають унаслідок зміни ціни на імпортований товар, зазначеної в контракті (англ. – menu costs). Припускаючи, що зміна ціни несе додаткові витрати для іноземної компанії-експортера, ефект перенесення незначних та суттєвих змін обмінного курсу може бути різним. Важливим у даному контексті є вибір стратегії ціноутворення, що передбачає визначення валюти контракту.

Якщо валютою формування ціни в контракті є грошова одиниця експортера, то внаслідок незначних змін обмінного курсу іноземний виробник може не змінювати ціну контракту, а ціна на імпортований товар у національній валюті повністю відображатиме курсові коливання. У даному випадку ефект перенесення є повним. Проте експортер може поглинати суттєві зміни обмінного курсу для підтримки попиту та частки ринку в країні імпортера, що передбачає зменшення ефекту перенесення на ціни у валюті імпортера.

Натомість якщо ціна контракту визначена у валюті країни імпортера, то внутрішні ціни нечутливі до незначної зміни обмінного курсу. Якщо ж зміна суттєва, іноземний експортер може коригувати ціну та збільшити ступінь ефекту перенесення. Таким чином, у даному випадку ефект перенесення є більшим унаслідок великих курсових коливань.

На практиці врахування стратегії ціноутворення в аналізі нелінійної реакції агрегованого рівня споживчих цін на коливання обмінного курсу різного розміру передбачає оцінювання ефекту перенесення на ціни, що встановлюються в іноземній та національній валютах окремо. При цьому згідно з теоретичними припущеннями внутрішні ціни, котрі встановлюються в іноземній валюті, будуть чутливішими до незначних коливань обмінного курсу. Натомість ефект перенесення суттєвих змін обмінного курсу буде більшим для внутрішніх цін, що встановлюються в національній валюті. Такий аналіз потребує широкого спектру даних щодо окремих компаній і товарів, що на практиці зазвичай є недоступним. Проте в Україні стратегія ціноутворення в іноземній валюті поширеніша, а отже, можна очікувати, що незначні зміни обмінного курсу мають більший вплив на ціни, ніж у випадку суттєвих курсових коливань.

В. Емпіричне підтвердження

Теоретичні підходи до пояснення напряму нелінійності ефекту перенесення, який виникає внаслідок девальвації та девальвації різного розміру, є неоднозначними. Водночас результати емпіричних досліджень нелінійності ефекту перенесення в різних країнах світу також різняться. Зокрема, існує велика кількість досліджень, котрі, з одного боку, підтверджують наявність нелінійностей, а з іншого – напрямок асиметричності варіюється в різних галузях економіки. Samra et al. (2005) на основі дезагрегованих даних щодо цін у країнах ЄС встановили, що в галузях обробної промисловості реакція імпортованих цін на девальваційні процеси є більшою, ніж у випадку девальвації. Натомість автори не підтверджують асиметричність реакції імпортованих цін на продукцію сільського господарства та сировинні товари. Pollard & Coughlin (2004), своєю чергою, оцінили ефект перенесення для 30 галузей обробної промисловості та встановили, що ступінь ефекту перенесення прямо залежить від розміру коливань обмінного курсу. Проте автори також стверджують, що реакція цін є асиметричною внаслідок девальвації та девальвації національної валюти лише в кількох галузях, а напрям асиметричності різниться. Наявність нелінійностей у механізмі перенесення також підтверджено в Bussiere (2007). Автор провів аналіз агрегованих імпортованих цін у країнах “Великої сімки” та встановив, що напрям асиметричності варіюється в різних країнах. Nogueira J. & Leon-Ledesma (2008) використали агреговані дані щодо споживчих цін у шести країнах, де запроваджено інфляційне таргетування, та підтвердили, що розмір курсових коливань є вагомим фактором нелінійності ефекту перенесення в окремих країнах. Delatte & López-Villavicencio (2012) також встановили, що реакція споживчих цін у чотирьох розвинутих країнах є більшою у випадку девальвації.

Підсумовуючи зазначене вище, емпірична література надає вагомі докази наявності нелінійності ефекту перенесення як на імпортовані, так і на споживчі ціни. Зважаючи на це, в нашому дослідженні ми послаблюємо припущення симетричності та лінійності механізму перенесення обмінного курсу на внутрішні ціни в Україні.

III. Аналітичний підхід

У цьому розділі ми коротко проводимо огляд аналітичного підходу, який використано для оцінювання ефекту перенесення обмінного курсу на споживчі ціни в Україні. Як відправну точку нашого аналізу ми використовуємо типову в емпіричній літературі мікроекономічну теорію ціноутворення, що включає націнку виробника². Потім ми адаптуємо її для оцінювання ефекту перенесення на рівень споживчих цін з урахуванням нелінійностей, що виникають унаслідок різного напрямку та розміру коливань обмінного курсу.

Зазначена мікроекономічна теорія ціноутворення передбачає існування іноземної фірми, що експортує певний товар та має змогу впливати на формування ціни на цей товар у країні призначення. Поведінка ціноутворення такої фірми може бути описана найпростішою задачею максимізації прибутку:

$$\max_{P^H} \pi = \frac{P^H Q}{E} - C(Q), \quad (1)$$

де π – прибуток фірми-експортера в іноземній валюті; E – обмінний курс грошової одиниці імпортера до валюти іноземного експортера; P^H – ціна у валюті імпортера; $C(Q)$ – функція витрат в іноземній валюті; Q – обсяг попиту на імпортовану продукцію.

За умовою першого порядку рівняння (1) можна записати як:

$$P_t^H = E_t \mu_t C_t^F, \quad (2)$$

де C_t^F – граничні витрати фірми-експортера, а μ_t – націнка. Рівняння (2) передбачає, що ціна на товар у країні імпортера може варіюватися у зв'язку з незалежними один від одного змінами номінального обмінного курсу, граничних витрат фірми-експортера, а також її націнки. Припускається, що націнка на товар залежить від попиту на ринку країни призначення – Y . У нашому аналізі ми також перевіряємо гіпотезу, що чутливість націнки до курсових коливань є нелінійною. Зокрема, іноземна фірма може приймати різні рішення щодо поглинання або перенесення зміни обмінного курсу внаслідок девальвації або ревальвації валюти країни імпортера. Для відображення цього твердження ми вводимо перехідну функцію $\gamma(D)$, що відображає нелінійний канал ефекту перенесення внаслідок різного напрямку курсових коливань, де $D = \Delta e_{t,i}$ – відсоткова зміна обмінного курсу. Отже, націнка на товар іноземної фірми може бути описана як:

$$\mu_t = \mu(Y, E^{\gamma(D)}). \quad (3)$$

Таким чином, згідно з рівнянням (2) та (3) найпростіше лінійне логарифмічне рівняння в приведеній формі має такий вигляд³:

$$p_t^H = \alpha + \beta e_t + \gamma(D) e_t + \delta c_t^F + \rho y_t^H + \varepsilon_t. \quad (4)$$

Припускаючи, що існує певне граничне значення зміни обмінного курсу $D^* = 0$, яке розділяє вибірку на періоди девальвації та ревальвації, перехідна функція $\gamma(D)$ набуває такої форми:

$$\gamma(D) = \begin{cases} 0, & \text{якщо } D > D^* \\ \varphi, & \text{в інших випадках} \end{cases} \quad (5)$$

Включення перехідної функції в теоретичну модель дає змогу оцінити два окремі коефіцієнти ефекту перенесення. З рівняння (4) загальний коефіцієнт ERPT розраховується як $(\beta + \gamma(D))$. Звідси, якщо обмінний курс девальвує, а $D > D^*$, ступінь ефекту перенесення дорівнює $\beta + 0 = \beta$. Проте у випадку ревальвації, коли $D \leq D^*$, ERPT дорівнює $(\beta + \varphi)$ ⁴.

Використовуючи аналогічний підхід, можна врахувати нелінійність ефекту перенесення, що виникає внаслідок різного розміру зміни обмінного курсу. Як описано в розділі 2.Б, наявність додаткових витрат, пов'язаних зі зміною ціни контракту, за різних типів стратегії ціноутворення може впливати на рішення іноземного експортера щодо зміни націнки на товар після незначних та суттєвих курсових коливань. У цьому випадку D^* відображає певне граничне значення, нижче та вище від якого зміни обмінного курсу вважаються відповідно незначними та суттєвими. Отже, β відображає ефект перенесення суттєвих змін обмінного курсу, а $(\beta + \varphi)$ – незначних змін.

² Наприклад, як у Goldberg & Knetter (1997).

³ Рівняння (4) є аналогічним рівнянню в Sheikh (2013) та Nogueira & Leon-Ledesma (2007), де компонент $\gamma(D)$ використано для відображення бізнес-циклів та макроекономічної стабільності в країні призначення.

⁴ Знак φ відображає напрям асиметричності, наприклад, яким – більшим чи меншим – є перенесення обмінного курсу у випадку девальвації та ревальвації.

Окреслена вище теоретична модель описує реакцію цін на курсові коливання з мікроекономічного погляду, що зазвичай використовується в літературі для оцінювання впливу зміни обмінного курсу на ціни імпортованих товарів, які характеризуються жвавим попитом в окремих галузях економіки. Проте ми використовуємо цю модель як базову та розширюємо її таким чином, щоб вона давала змогу оцінити ефект перенесення обмінного курсу на ціни всіх споживчих товарів та послуг. Як стверджують Bailliu & Fujii (2004), емпірична література використовує типове припущення нестационарності часових рядів агрегованого рівня цін та обмінного курсу. Результатом диференціації змінних та їх вираження в логарифмах є перетворення рівняння (4) в інфляційне рівняння. Водночас поширеною практикою в наявних дослідженнях, у яких вивчаються інфляційні процеси, а також ефект перенесення обмінного курсу на агреговані споживчі ціни, є включення до такого рівняння персистентності інфляції та обмінного курсу, тобто їх лагових значень⁵. Крім того, лагові значення незалежних змінних також включено в рівняння з метою врахування їхнього впливу на інфляцію в динаміці. Враховуючи окреслені вище припущення, рівняння (4) набуває такої форми:

$$\Delta p_t^H = \alpha + \sum_{i=1}^n \theta_i \Delta p_{t-i}^H + \sum_{i=0}^k (\beta_i + \gamma(D)) e_{t-i} + \sum_{i=0}^q \delta_i c_{t-i}^F + \sum_{i=0}^r \rho_i y_{t-i}^H + \varepsilon_t. \quad (6)$$

IV. Інструментарій оцінювання та особливості даних

На основі теоретичного інфляційного рівняння (6), описаного в попередньому розділі, ми використовуємо авторегресійну модель із розподіленими лагами (англ. – Autoregressive Distributed Lag Model, надалі – ARDL) для специфікації економетричної системи оцінювання ефекту перенесення. Найпростішу ARDL(n, k) модель у приведеній формі можна подати як:

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^n \alpha_{1,i} Y_{t-i} + \sum_{i=0}^k \alpha_{2,i} X_{t-i} + \varepsilon_t, \quad (7)$$

де Y_t – залежна змінна, X_t – незалежна змінна, $\alpha_{1,i}$ та $\alpha_{2,i}$ – невідомі параметри моделі, α_0 – константа, ε_t – залишки моделі.

ARDL модель можна легко оцінити за допомогою методу найменших квадратів з використанням інформаційних критеріїв для вибору кількості лагів для включення в рівняння, зокрема інформаційних критеріїв Акайка, Шварца, Ханана-Куїна. Коефіцієнти рівняння (7), де всі змінні логарифмовані та виражені в перших різницях, відображають відсоткову зміну залежної змінної внаслідок зміни регресора на один відсоток. У випадку оцінювання динамічного ефекту перенесення, коли залежною змінною є інфляція, а незалежною – зміна обмінного курсу, необхідним є врахування персистентності інфляції та обмінного курсу, що передбачає розрахунок динамічного мультиплікатора.

У нашому аналізі ми використовуємо щомісячні дані з січня 2007 року до квітня 2016 року⁶. Вибір статистичних даних базується на врахуванні теоретичних припущень, описаних у попередніх розділах. Таким чином, на основі мікроекономічної теорії ціноутворення, що враховує націнку іноземної фірми на експортований товар, ми використовуємо дезагреговані дані щодо споживчих цін (загалом 258 цінових індексів) в Україні та окремо оцінюємо нелінійний ефект перенесення обмінного курсу на різні цінові групи:

- усі споживчі ціни;
- базові споживчі ціни;
- ціни на сирі продовольчі товари;
- базові ціни на продовольчі товари;
- базові ціни на непродовольчі товари;
- ціни на ринкові товари⁷;
- ціни на ринкові товари, що імпортуються.

Використання в аналізі різних цінових індексів дасть змогу виокремити особливості окремих типів споживчих цін. Зокрема, до цінової групи “всі споживчі ціни” включено ціни на всі товари та послуги, у групі “базові споживчі ціни” не враховано ціни на сирі продовольчі товари, ціни на адміністративно регульовані товари та послуги, а також ціни на паливо. Водночас аналітичний підхід, який використано в даному дослідженні, пояснює ефект перенесення курсових коливань саме для товарів, що зумовлює проведення аналізу реакції базових цін на продовольчі та непродовольчі товари без врахування послуг. Зрештою, описана вище мікроекономічна теорія ціноутворення передбачає, що

⁵ Nogueira & Miguel (2007) надає розширення базової моделі націнки для випадку оцінювання впливу зміни обмінного курсу на споживчі ціни, що передбачає врахування персистентності інфляції та розриву реального ВВП, як у кривій Філіпса.

⁶ Джерело: Національний банк України та Державна служба статистики України.

⁷ Товари, що характеризуються міжнародною мобільністю (від англ. – tradable goods).

націнка іноземного виробника реагує на попит у країні призначення та на ціни товарів-замінників, а отже, доцільним є проведення аналізу саме ринкових товарів. Крім того, ми також окремо розглядаємо ціни на ринкові товари, які імпортуються, що можуть характеризуватися підвищеною чутливістю до змін обмінного курсу. Всі цінові індекси нормалізовано (01.01.2007 = 100) та сезонно скориговано за допомогою методу сезонного коригування щомісячних часових рядів Х-12.

Korhonen & Wachtel (2005) стверджують, що номінальний обмінний курс долара США є одним із найважливіших показників відносної вартості в більшості країн СНД та Україні. Крім того, як зазначають Coibion & Gorodnichenko (2015), обмінний курс гривні до долара США є важливим фактором формування інфляційних очікувань населення. Проте внаслідок жорсткої прив'язки до долара США часовий ряд обмінного курсу гривні включає лише кілька періодів ревальвації та три етапи стрімкої девальвації в 2008, 2014 та 2015 роках, що ускладнює процедуру оцінювання нелінійного ефекту перенесення. Натомість номінальний ефективний обмінний курс (НЕОК) є більш волатильним, адже він включає обмінні курси гривні до валют інших країн, що зважені за зовнішньоторговельними потоками. Саме тому в нашому емпіричному аналізі ми використовуємо обернений нормалізований НЕОК, що відображає обмінний курс національної валюти до однієї одиниці зважених іноземних валют (01.07.2007 = 100). При цьому додатна зміна НЕОК відображає девальвацію, а від'ємна зміна – ревальвацію.

Для того, щоб урахувати стан попиту в країні імпортера, ми використовуємо розрив індексу промислового виробництва (ІПВ)⁸, який доступний на щомісячній основі. Витрати іноземного експортера, які своєю чергою, вказують на стан пропозиції, найчастіше відображаються шляхом включення цін на енергоресурси, наприклад, цін на нафту як у Koichi (2013), Delatte & López-Villavicencio (2012), McCarthy (2000, 2007). У нашому дослідженні ми використовуємо агрегований індекс цін на паливо (англ. – Fuel Price Index, FPI)⁹ зі статистики цін на сировинні продукти Міжнародного валютного фонду. Всі часові ряди використано в логарифмах та перших різницях.

На основі описаних вище теоретичного підходу та економетричного інструментарію ми спершу оцінюємо базову специфікацію лінійної ARDL моделі та розраховуємо динамічний коефіцієнт перенесення обмінного курсу на індекси споживчих цін. За допомогою загальнозживаного підходу “від загального до конкретного” та інформаційного критерію Акайка було обрано кількість лагів для включення в інфляційне рівняння:

$$CPI_t = a_0 + \sum_{i=1}^3 a_{1,i}CPI_{t-i} + \sum_{i=0}^3 a_{2,i}NEER_{t-i} + \sum_{i=1}^2 a_{3,i}IPI_{t-i} + \sum_{i=0}^2 a_{4,i}FPI_{t-i} + \varepsilon_t. \quad (8)$$

Використовуючи підхід, описаний у Pollard & Coughlin (2004), ми також додаємо фіктивні елементи до лінійної базової моделі з метою оцінювання нелінійності ефекту перенесення, що виникає внаслідок різних курсових коливань. Ми вводимо дві фіктивні змінні D^* та D , які розділяють вибірку статистичних даних на два періоди та дають змогу окремо оцінити коефіцієнти ERPT, що відповідають окремим періодам. Спершу ми включаємо дві фіктивні змінні, котрі відображають періоди девальвації та ревальвації, а згодом ми повторюємо цю процедуру для відображення періодів незначних та суттєвих змін обмінного курсу. З метою проведення тесту на лінійність ми використовуємо тест Вальда та накладаємо обмеження рівності на коефіцієнти, що відповідають різним періодам.

Перед тим, як перейти до результатів оцінювання, доцільно обговорити вибір перехідної змінної в моделі та її граничного значення. Перехідна змінна відповідає за розділення часового ряду обмінного курсу на кілька періодів, наприклад, девальвації та ревальвації. В емпіричній літературі, що вивчає асиметричність ефекту перенесення, наприклад у Pollard & Coughlin (2004), зазвичай застосовується відсоткова зміна показника обмінного курсу, яку включено до регресійного рівняння. Зокрема, в рамках аналізу, що базується на щомісячних статистичних даних, знак щомісячної зміни обмінного курсу використовується для розділення даних на режими девальвації та ревальвації, тобто $\Delta e_{t-1} > 0$ та $\Delta e_{t-1} < 0$. Проте часто припускається, що перехідна змінна має відображати коливання обмінного курсу за довший проміжок часу, а перехід від одного режиму до іншого може бути поступовим. У нашому аналізі ми використовуємо граничну змінну, що відповідає довжині всіх лагових значень обмінного курсу в інфляційному рівнянні. Зокрема, включення трьох лагів обмінного курсу передбачає, що перехідна змінна є відсотковою квартальною зміною НЕОК ($\Delta neer_{t-3}$).

Іншим вагомим питанням у процесі аналізу нелінійності ефекту перенесення є вибір граничного значення зміни обмінного курсу. Тоді як для напряму курсових коливань використовують граничне значення, що дорівнює нулю, розмежування незначних та суттєвих змін обмінного курсу потребує додаткових припущень. Наприклад, Pollard & Coughlin (2004) використали суб'єктивно обране граничне значення, яке дорівнює 3%. Натомість багато емпіричних досліджень використовують Авторегресійну модель із граничними значеннями (англ. – Threshold Autoregressive models, TAR) та Перспекію з плавним переходом (англ. – Smooth Transition Regressions, STR) для ендогенного розрахунку граничного значення¹⁰.

⁸ Розрив розраховано як різниця між сезонно скоригованим ІПВ та НР-фільтрованого ІПВ в логарифмах.

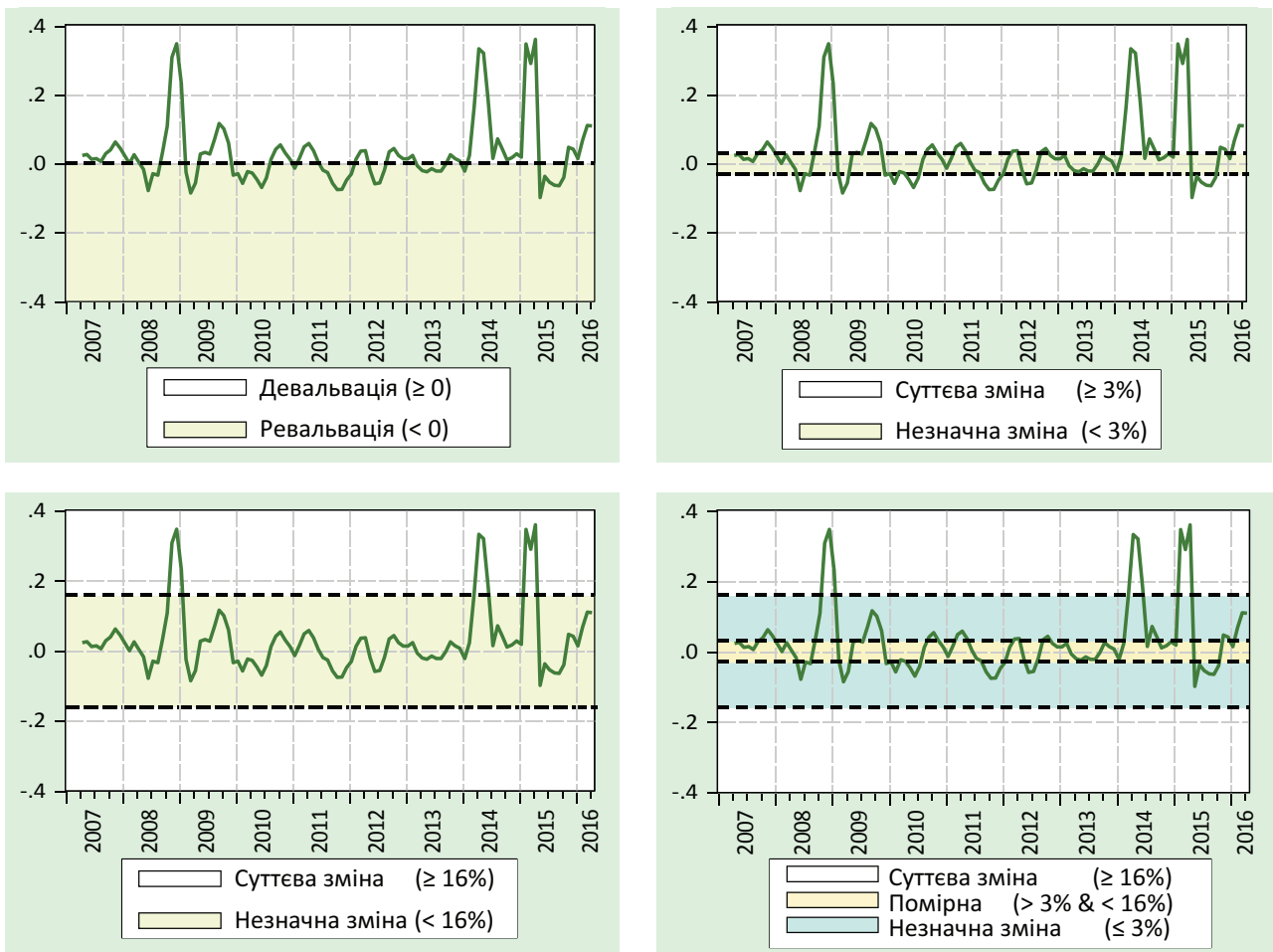
⁹ FPI включає ціну на нафту марки Brent, природний газ, а також ціни на вугілля.

¹⁰ Наприклад, Shintani (2009) використовує підхід пошукової сітки для визначення граничного значення.

Для аналізу нелінійності в механізмі перенесення обмінного курсу в Україні з урахуванням незначних та суттєвих курсових коливань ми використовуємо кілька наведених нижче альтернативних підходів до визначення граничного значення (див. рисунок 1).

- Періоди девальвації та ревальвації розділено за допомогою граничного значення, що дорівнює нулю. У результаті 61% спостережень відповідає за епізоди девальвації та 39% спостережень – за епізоди ревальвації.
- Для врахування незначних та суттєвих коливань обмінного курсу ми спершу використовуємо значення медіани квартальної зміни НЕОК за модулем, що приблизно дорівнює 3% (MED. = 0.0325). Використання медіани дає змогу розділити часовий ряд обмінного курсу на два рівні проміжки.
- Крім цього, в альтернативній специфікації ми використовуємо значення двох стандартних відхилень, що приблизно дорівнює 16% (S.D. = 0.0794). Такий підхід допомагає врахувати періоди стрімкої девальвації обмінного курсу, котрі спостерігалися в 2008-му, 2014-му та 2015-му роках. Незважаючи на те, що частка епізодів стрімкої девальвації становить лише 9% спостережень, використання дезагрегованих даних у панельному аналізі дає змогу оцінювати коефіцієнт перенесення з відносно невеликою кількістю спостережень.
- Зрештою, ми використовуємо обидва граничні значення, які дорівнюють 3% та 16%, що дає змогу розділити часовий ряд квартальної зміни номінального ефективного обмінного курсу на періоди незначних ($abs(\Delta neer_{t-3}) < 3\%$), суттєвих ($abs(\Delta neer_{t-3}) > 16\%$), а також помірних змін ($3\% < abs(\Delta neer_{t-3}) < 16\%$).

Рисунок 1. Перехідна змінна (зміна НЕОК за 1 квартал) та граничні значення

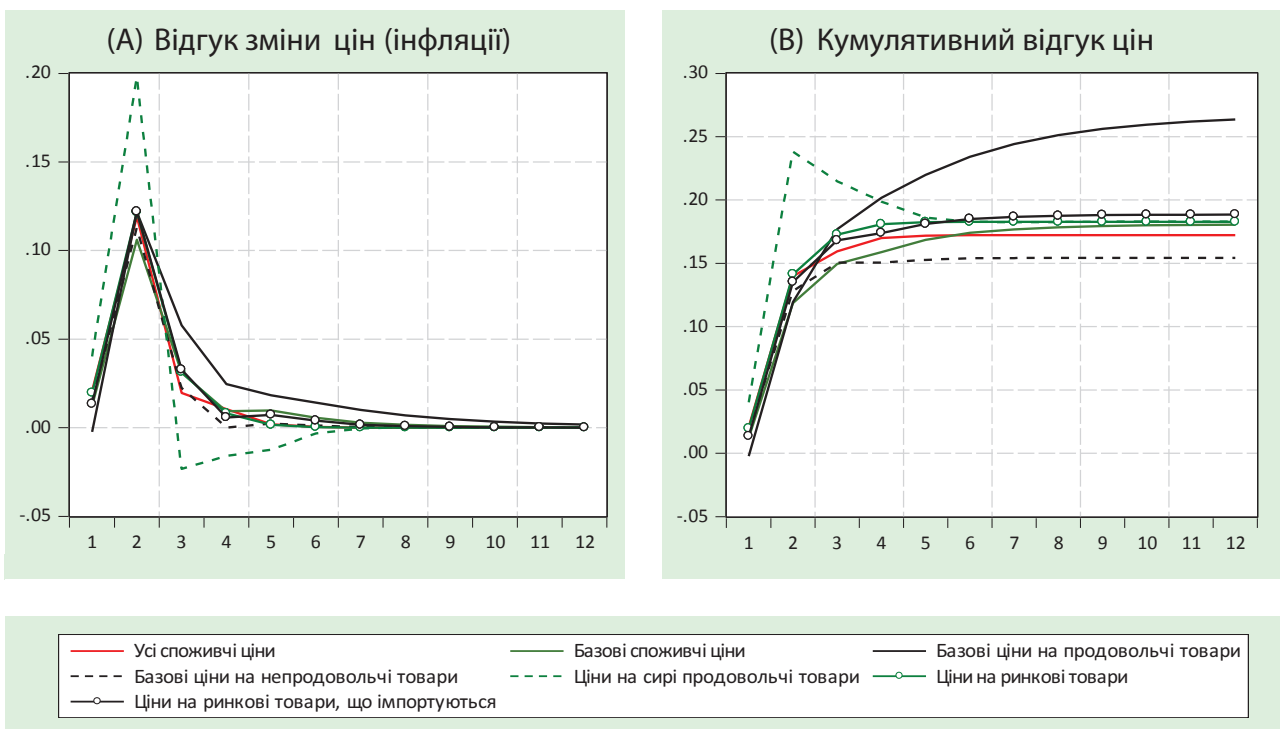


V. Результати оцінювання

Оцінені коефіцієнти базової лінійної моделі було використано для розрахунку динамічного мультиплікатора, що відображає кумулятивний ефект перенесення обмінного курсу на окремі цінові індекси. На рисунку 2 зображено відгук цінових індексів на зміну обмінного курсу на 1%. Лівий рисунок відображає вплив на щомісячну зміну цін (інфляцію) в кожній точці часу, а правий рисунок – акумульований відгук цін.

Ефект перенесення обмінного курсу на цінову групу всіх споживчих цін оцінено на рівні 0.172, що є близьким до наявних у літературі емпіричних оцінок ефекту перенесення для України. Реакція базових цін, цін на ринкові товари, а також цін на ринкові товари, що імпортуються, оцінено на рівні 0.181 – 0.189. У випадку базових цін на продовольчі товари ефект перенесення дещо більший – 0.268, а для базових цін на непродовольчі товари ефект перенесення найменший – 0.154. Цікаво, що в короткостроковій перспективі ступінь ефекту перенесення на ціни сирих продовольчих товарів зростає до 0.24, що є найбільшим значенням порівняно з іншими ціновими групами, а потім знижується та стабілізується на рівні 0.183. Всі коефіцієнти ефекту перенесення статистично значущі на 99-відсотковому довірчому інтервалі.

Рисунок 2. Лінійна чутливість цін на зміну НОК на 1%



Наступним кроком нашого аналізу є оцінювання ефекту перенесення з урахуванням нелінійності, що виникає внаслідок різного напрямку та розміру коливань обмінного курсу. Таблиця 2 відображає результати оцінювання лінійної та всіх нелінійних специфікацій моделі.

А. Напрямок коливань обмінного курсу

На рисунку 3 зображено кумулятивний відгук цін окремо на 1% девальвації та ревальвації НЕОК. Як свідчать результати оцінювання, ефект перенесення обмінного курсу є асиметричним відносно напрямку курсових коливань для більшості цінових груп. Зокрема, ступінь ефекту перенесення внаслідок девальвації більший, ніж у випадку ревальвації для таких цінових груп, як усі споживчі ціни, базові споживчі ціни, базові ціни на непродовольчі товари, а також ціни на ринкові товари та ринкові товари, що імпортуються. Ці результати відповідають мікроекономічній теорії ціноутворення з урахуванням ринкових умов за недосконалої конкуренції. Відповідно іноземна фірма-експортер справляє вагомий вплив на формування ціни на ринку країни імпортера та у випадку ревальвації валюти імпортера має схильність до коригування своєї націнки, що дає змогу збільшити прибуток та утримати фіксовані ціни. Натомість девальвація валюти імпортера стимулює іноземного виробника до підвищення своїх цін з метою отримання стабільних прибутків. Якщо порівнювати з лінійною ARDL моделлю, то ступінь перенесення обмінного курсу внаслідок девальвації є більшим та варіюється від 0.221 (для всіх споживчих цін) до 0.299 (для цінової групи ринкових товарів, що імпортуються). Водночас у деяких випадках ефект перенесення внаслідок ревальвації набуває негативного значення, тобто посилення національної валюти впливає на зростання внутрішніх цін. Як стверджує Faruqa (2016, публікація очікується), це може бути результатом вагомих міжкраїнних трансмісій у механізмі перенесення обмінного курсу. Зокрема, ефект перенесення внаслідок ревальвації може бути компенсований через трансмісійні канали вищого порядку, що виникають унаслідок торговельних та ринкових взаємозв'язків між кількома країнами.

У випадку сирих продовольчих товарів асиметричність ефекту перенесення має обернене значення. Згідно з результатами оцінювання один відсоток ревальвації НЕОК впливає на 0.728 відсотка зниження цін на сирі продовольчі товари. Згідно з теоретичними припущеннями ці результати можуть вказувати на набагато кращі умови конкуренції для цього типу товарів. Незважаючи на те, що оцінений коефіцієнт перенесення є статистично значущим на 99-відсотковому довірчому інтервалі, сирі продовольчі товари характеризуються підвищеною чутливістю до низки зовнішніх факторів, зокрема врожайності, що не враховано в нашому аналізі та може вплинути на зміщення результатів оцінювання.

Для групи базових цін на продовольчі товари гіпотезу лінійності не можна відхилити, що вказує на відсутність асиметричності в механізмі ефекту перенесення для цієї цінової групи.

Б. Розмір коливань обмінного курсу

Для вивчення нелінійності ефекту перенесення, що виникає внаслідок різного розміру коливань обмінного курсу, спершу ми оцінюємо нелінійну ARDL модель із граничним значенням курсових коливань, що дорівнює 3%. Для більшості цінових груп гіпотезу лінійності можна рішуче відхилити, а результати дослідження вказують на те, що незначні зміни НЕОК переносяться на споживчі ціни набагато більше, ніж у випадку суттєвих змін. Проте використання в альтернативній специфікації граничного значення, що дорівнює 16%, змінює напрям нелінійності. Зокрема, в цій специфікації суттєві зміни НЕОК мають набагато більший вплив на споживчі ціни.

Отримані результати можуть свідчити про наявність більше ніж одного граничного значення в механізмі ефекту перенесення. Тому ми повторно оцінюємо модель з урахуванням незначних, помірних та суттєвих змін НЕОК. На рисунку 3 відображено кумулятивний відгук цін за трьох режимів. Як свідчать результати, для більшості цінових груп суттєві та незначні зміни НЕОК мають відчутний вплив на споживчі ціни. Крім того, гіпотезу лінійності для цих коефіцієнтів не можна відхилити для базових споживчих цін, базових цін на продовольчі та непродовольчі товари, а також для цін на ринкові товари, що імпортуються. Натомість у всіх випадках помірні зміни номінального ефективного обмінного курсу є статистично незначущими.

Враховуючи теоретичні аргументи, що пояснюють нелінійність ефекту перенесення, наші результати можуть вказувати на наявність додаткових витрат для іноземного експортера, що проявляються у випадку зміни ціни контракту. Згідно з цією теорією якщо іноземний виробник дотримується стратегії ціноутворення в іноземній, але національній для себе валюті, то він не схильний до корекції своєї націнки у відповідь на незначні коливання обмінного курсу, наслідком чого є зміна ціни, вираженої у валюті імпортера. Натомість іноземний виробник може поглинати у своїй націнці курсові коливання, що мають більший розмір, з метою утримання стабільних прибутків у випадку девальвації, а також з метою збільшення частки ринку у випадку ревальвації. Крім того, як стверджують Nogueira & Leon-Ledesma (2011), ефект перенесення може бути більшим у періоди невизначеності та фінансової кризи, коли іноземні фірми не мають стимулів поглинати витрати у своїх націнках. Це узгоджується з нашими результатами для України, адже епізоди стрімкої девальвації гривні були наслідком кризових явищ, що проявилось у високих значеннях ефекту перенесення.

Таблиця 2. Оцінені коефіцієнти ефекту перенесення обмінного курсу

| | | Усі споживчі ціни (258 індексів) | Базові споживчі ціни (182 індекси) | Ціни на сирі продовольчі товари (47 індексів) | Базові ціни на продовольчі товари (50 індексів) | Базові ціни на непродовольчі товари (104 індекси) | Ціни на ринкові товари (151 індекс) | Ціни на ринкові товари, що імпортуються (129 індексів) | |
|---------------------------------|---|-------------------------------------|---------------------------------------|---|---|---|--|--|-------------------------|
| Лінійна модель | | 0.172 [0.012] | 0.181 [0.009] | 0.183 [0.054] | 0.268 [0.024] | 0.154 [0.009] | 0.183 [0.011] | 0.189 [0.009] | |
| Напрямок | $\gamma=0$ | | | | | | | | |
| | Девальвація (61% спостережень) | 0.221 [0.015] | 0.276 [0.011] | 0.100 [0.07] | 0.417 [0.034] | 0.246 [0.012] | 0.262 [0.014] | 0.299 [0.012] | |
| | Ревальвація (39% спостережень) | 0.068 [0.044] | -0.122 [0.031] | 0.728 [0.199] | 0.270 [0.093] | -0.24 [0.033] | -0.109 [0.038] | -0.215 [0.034] | |
| | H_0 : | ### | ### | ### | ### | ### | ### | ### | |
| Розмір коливань обмінного курсу | Медіана: $\gamma \approx 0.03$ | Суттєва (55% спостережень) | 0.161 [0.012] | 0.169 [0.009] | 0.175 [0.055] | 0.232 [0.025] | 0.148 [0.010] | 0.180 [0.011] | 0.179 [0.01] |
| | | Незначна (45% спостережень) | 0.724 [0.072] | 0.351 [0.053] | 2.203 [0.326] | 0.780 [0.140] | 0.209 [0.057] | 0.416 [0.064] | 0.275 [0.058] |
| | | H_1 : | ### | ### | ### | ### | ### | ### | # |
| | 2 SE: $\gamma \approx 0.16$ | Суттєва (9% спостережень) | 0.231 [0.018] | 0.257 [0.013] | 0.271 [0.083] | 0.616 [0.042] | 0.191 [0.014] | 0.246 [0.016] | 0.266 [0.014] |
| | | Незначна (91% спостережень) | -0.008 [0.024] | 0.019 [0.016] | 0.144 [0.101] | 0.082 [0.045] | -0.014 [0.017] | 0.031 [0.019] | -0.002 [0.017] |
| | | H_1 : | ### | ### | ### | ### | ### | ### | ### |
| | $\gamma_2 \approx 0.03$ & $\gamma_2 \approx 0.16$ | Суттєва (9% спостережень) | 0.231 [0.018] | 0.258 [0.013] | 0.253 [0.082] | 0.617 [0.041] | 0.188 [0.014] | 0.243 [0.016] | 0.266 [0.014] |
| | | Помірна (46% спостережень) | -0.008 [0.024] | -0.031 [0.017] | -0.009 [0.108] | -0.04 [0.048] | -0.043 [0.018] | -0.007 [0.021] | -0.048 [0.018] |
| | | Незначна (45% спостережень) | 0.714 [0.073] | 0.336 [0.051] | 2.287 [0.328] | 0.737 [0.145] | 0.214 [0.055] | 0.420 [0.064] | 0.263 [0.056] |
| | | H_1 : | ### | ### | ### | ### | ### | ### | ### |
| | | H_2 : | ### | ### | # | ### | ### | ### | ### |
| | | H_3 : | ### | ### | ### | ### | ### | ### | ### |

Примітки. Числа є коефіцієнтами ERPT; числа в [] є значеннями стандартних відхилень; γ – граничне значення.

###, ##, # вказують 1-, 5-, 10-відсотковий рівень значущості для відхилення гіпотези лінійності:

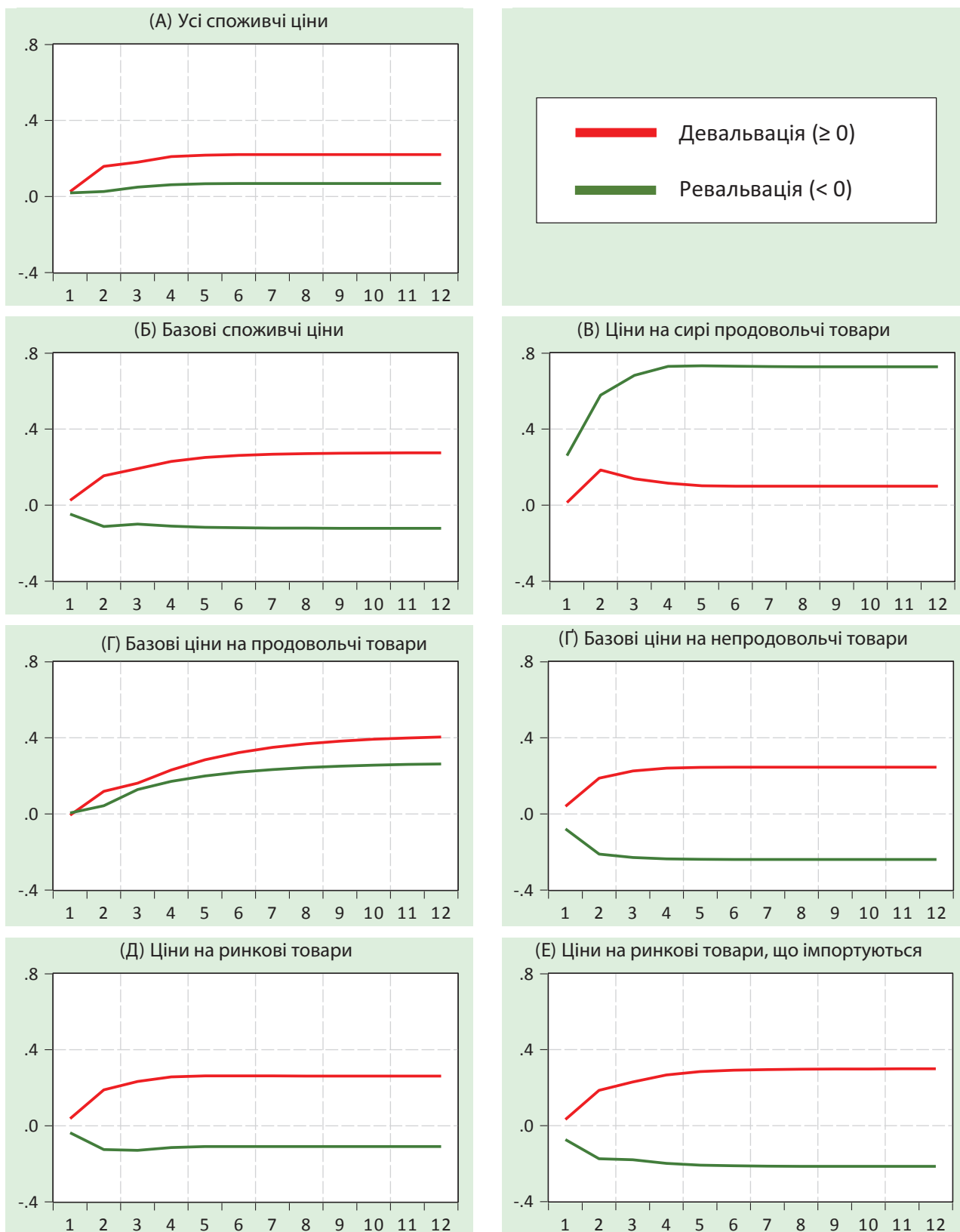
H_0 : девальвація = ревальвація

H_1 : суттєва зміна = незначна зміна

H_2 : суттєва зміна = помірна зміна

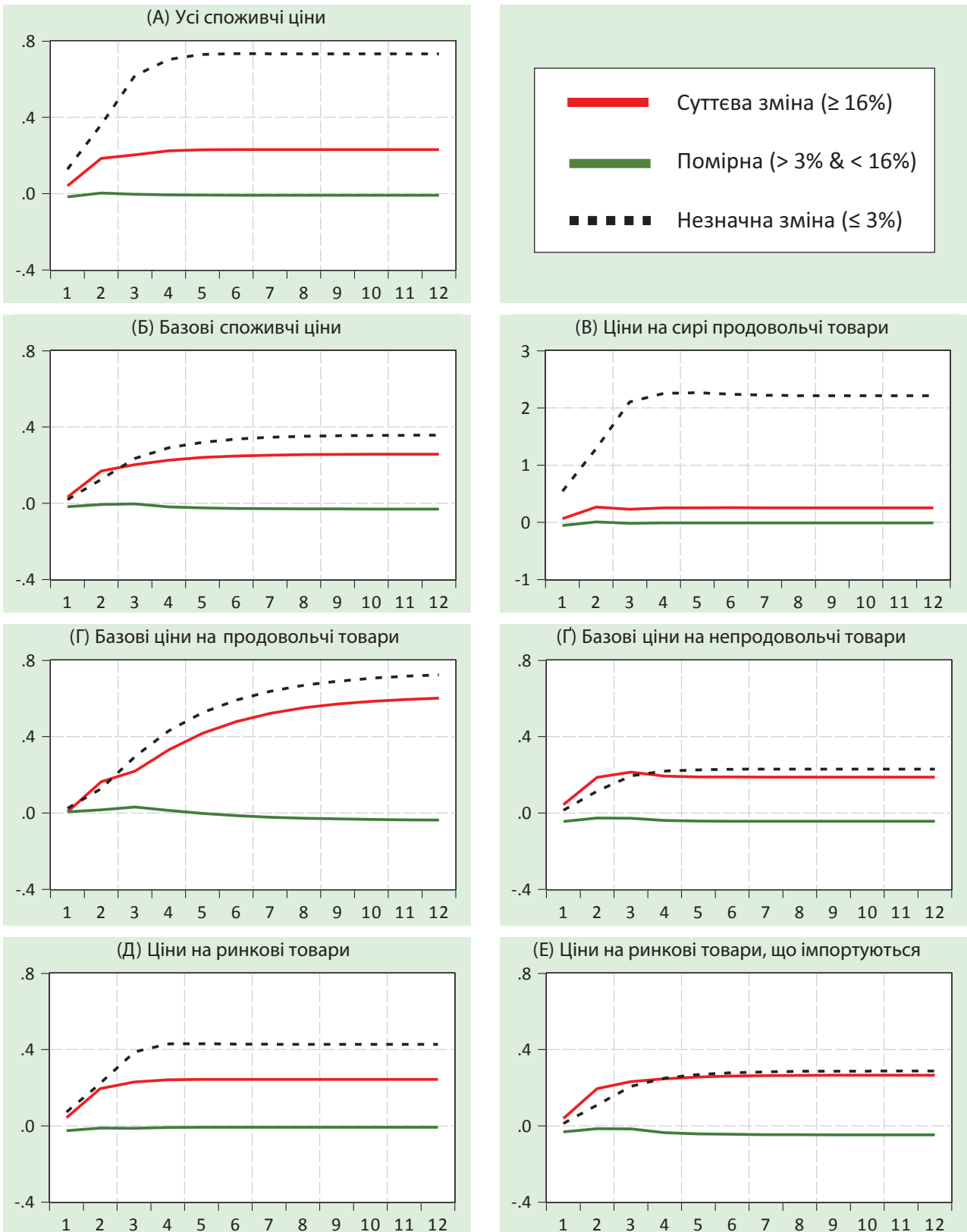
H_3 : помірна зміна = незначна зміна

Рисунок 3. Чутливість цін до девальвації та ревальвації НЕОК на 1%



Примітка. Графіки відображають кумулятивні динамічні коефіцієнти ефекту перенесення за 12 місяців.

Рисунок 4. Чутливість цін до суттєвих, помірних та незначних коливань НЕОК



Примітка. Графіки відображають кумулятивні динамічні коефіцієнти ефекту перенесення за 12 місяців.

VI. Висновки та заключні примітки

У 2014 – 2015 роках в Україні відбулася стрімка девальвація гривні, спричинена драматичною зміною премії за ризик української економіки, необхідністю коригування зовнішньоторговельних дисбалансів, несприятливою зовнішньою кон'юнктурою, що загостило проблеми макроекономічної турбулентності та, зрештою, було наслідком пікової інфляції більше 60%. З 2015 року Національний банк України запровадив новий режим монетарної політики на основі інфляційного таргетування, але навіть в умовах поступової економічної стабілізації протягом IV кварталу 2015 року – I кварталу 2016 року гривня відносно долара США девальвувала більш як на 20%. На відміну від попереднього періоду, така девальвація була спричинена здебільшого зниженням цін на сировинні товари та впровадженням торговельних обмежень з боку Російської Федерації. У цьому випадку зниження цін на сировинних ринках справило як позитивний, так і негативний вплив на сукупний рівень цін в економіці, що, зрештою, мало відносно помірний вплив на споживчу інфляцію.

Незважаючи на це, збереження ризиків, пов'язаних із надмірною волатильністю обмінного курсу, ускладнює процес запровадження інфляційного таргетування та переходу до плаваючого обмінного курсу. Саме тому для забезпечення здатності НБУ досягати своїх інфляційних цілей необхідне чітке розуміння механізму перенесення зміни обмінного курсу на рівень споживчих цін в Україні.

Питання перенесення зміни обмінного курсу на споживчі ціни в Україні вивчене недостатньо. Існує декілька досліджень, що надають емпіричні оцінки ефекту перенесення для України, проте їхній аналіз базується на часовому проміжку, що характеризується періодом жорсткої прив'язки курсу гривні до долара США, що слугувало номінальним якорем для економіки. У нашому дослідженні ми намагаємося заповнити прогалину в наявних дослідженнях та на основі оновлених даних оцінити ефект перенесення з урахуванням нелінійностей, що виникають унаслідок різного напрямку та розміру коливань обмінного курсу.

На основі поширеної мікроекономічної теорії ціноутворення з урахуванням націнки на товар ми встановили, що для більшості цінних груп ефект перенесення внаслідок девальвації є більшим, ніж у випадку ревальвації, що може вказувати на слабку конкуренцію на українських ринках. Крім того, тоді як внутрішні ціни в Україні чутливі до незначних та суттєвих змін обмінного курсу, помірні курсові коливання є статистично незначущими. Зважаючи на те, що іноземні фірми найчастіше дотримуються стратегії ціноутворення у валюті іноземного виробника, наші результати вказують на наявність додаткових витрат для експортерів, пов'язаних зі зміною ціни контракту. Водночас ефект перенесення зростає у випадку стрімкої девальвації обмінного курсу. Підсумовуючи сказане вище, Національний банк України в процесі здійснення монетарної політики та досягнення своїх інфляційних цілей повинен враховувати надмірну чутливість споживчих цін в Україні до незначних та суттєвих змін обмінного курсу.

Крім нелінійностей, що виникають унаслідок різного напрямку та розміру курсових коливань, емпіричні дослідження часто фокусуються на інших джерелах нелінійності в механізмі ефекту перенесення. Зокрема, ефект перенесення може бути різним за різного інфляційного середовища, бізнес-циклів, а також волатильності обмінного курсу. Вивчення цих джерел нелінійності в українських реаліях буде продовжено в подальших дослідженнях.

Література

- Bailliu, J., & Fujii, E. (2004). Exchange Rate Pass-through and the Inflation Environment in Industrialized Countries: An Empirical Investigation. Bank of Canada Working Paper, 2004-21.
- Beckmann, E., & Fidrmuc, J. (2013). Exchange Rate Pass-Through in CIS Countries. *Comparative Economic Studies*, 55(4), pp. 705-720.
- Ben Cheikh, N. (2013). Nonlinear Mechanism of the Exchange Rate Pass-Through: Does Business Cycle Matter? CREM UMR CNRS 6211, WP 2013-06, p. 21.
- Bussiere, M. (2007). Exchange Rate Pass-Through to Trade Prices: The Role of Nonlinearities and Asymmetries. ECB Working paper, 822.
- Campa, J. M., Goldberg, L. S., & González-Mínguez, J. M. (2005). Exchange-Rate Pass-Through to Import Prices in The Euro Area. NBER Working Paper, 11632, pp. 9-36.
- Delatte, A.-L., & López-Villavicencio, A. (2012). Asymmetric Exchange Rate Pass-Through: Evidence from Major Countries. *Journal of Macroeconomics*, 34, pp. 833-844.
- Faryna, O. (2016, forthcoming). Exchange Rate Pass-Through and Cross-Country Spillovers: Evidence from Ukraine and Russia. BOFIT Discussion paper.

- Goldberg, P., & Knetter, M. (1997). Goods Prices and Exchange Rates: What Have We Learned? *Journal of Economic Literature*, 35, pp. 1243-1292.
- Koichi, M. (2013). Asymmetric Effects of The Exchange Rate on Domestic Corporate Goods Prices. *Japan and the World Economy*, 25-26, pp. 80-89.
- Korhonen, I., & Wachtel, P. (2006). A Note on Exchange Rate Pass-Through and Its Asymmetry in CIS Countries. *Research in International Business and Finance*, 20 (2), pp. 215-226.
- Marston, R. C. (1990). Pricing to Market in Japanese Manufacturing. *Journal of International Economics*, 29 (3-4), pp. 217-236.
- McCarthy, J. (1999). Pass-Through of Exchange Rates and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies. *BIS Working Papers*, 79, p. 48.
- McCarthy, J. (2007). Pass-Through of Exchange Rates and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies. *Eastern Economic Journal*, 33(4), pp. 511-537.
- Nogueira Jr, R. P., & Leon-Ledesma, M. (2008). Exchange Rate Pass-Through Into Inflation: The Role of Asymmetries and Nonlinearities. *Studies in Economics*, 0801, Department of Economics, University of Kent, p. 44.
- Nogueira Jr, R. P., & Leon-Ledesma, M. (2011). Does Exchange Rate Pass-Through Respond to Measures of Macroeconomic Instability? *Journal of Applied Economics*, XIV (1), pp. 167-180.
- Novikova, N., & Volkov D. (2012). Modelling Core Inflation in Ukraine in 2003-2012. *Economics Education and Research Consortium Working paper*, 12/12E.
- Coibion, O., & Gorodnichenko, Y. (2015). Inflation Expectations in Ukraine: a Long Path to Anchoring? *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 233, pp. 6-23.
- Pollard, P. S., & Coughlin, C. C. (2004). Size Matters: Asymmetric Exchange Rate Pass-Through at The Industry Level. *Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper 2003-029C*, p. 38.
- Shintani, M., Terada-Hagiwara, A., & Yabu, T. (2013). Exchange Rate Pass-Through and Inflation: A Nonlinear Time Series Analysis. *Journal of International Money and Finance*, 32, pp. 512-527.