

- systems [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>.
17. Джерело статистичної інформації: офіційне інтернет-представництво Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=65162&cat\\_id=36674](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=65162&cat_id=36674).
18. Комітет з питань банківського регулювання та практики наглядацької діяльності. Міжнародне наближення визначення капіталу та нормативів капіталу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=36991>.

*P. Verzhbytskyi*

## FEATURES OF MODERN METHODS OF CREDIT RISK ASSESSMENT IN UKRAINE

*Reviewed problems of assessing credit risk entities in Ukraine, comprising the causes and consequences of the credit crisis in 2008. The features of credit risk assessment in Ukraine in terms of economic instability are detected.*

**Keywords:** Basel II, Basel III, credit risk, crises, solvency, uncertainty.

*Матеріал надійшов 12.05.2013*

УДК 336.7

*Глуценко С. В., Болотова С. В.*

## ТАРГЕТУВАННЯ ІНФЛЯЦІЇ: ЗАГРОЗИ ЗАПРОВАДЖЕННЯ В УКРАЇНІ

*У статті узагальнено характерні риси валютизації сукупної грошової маси в Україні, а також виділено фінансові ризики для суб'єктів української економіки, які спровоковані такою валютизацією та будуть збільшуватися при запровадженні політики таргетування інфляції.*

**Ключові слова:** інфляційне таргетування, грошово-кредитна політика, процентна політика, валютна політика, валютизація, центральний банк, комерційні банки, фінансові ризики.

**Постановка проблеми та аналіз останніх досліджень.** Забезпечення стабільності грошової одиниці є важливою передумовою економічного розвитку будь-якої країни. І згідно з Конституцією України та Законом України «Про Національний банк України» [1], основною функцією НБУ є забезпечення стабільності грошової одиниці. Проте статистичні дані свідчать, що індекс споживчих цін як основний індикатор інфляції в Україні суттєво коливається і значно перевищує аналогічні показники країн Європи.

Для забезпечення стабільності грошової одиниці однією з успішних монетарних стратегій є інфляційне таргетування. Значний внесок

у розробку засад політики інфляційного регулювання зробили такі фахівці, як: Дж. Сакс, Р. Дорнбуш, К. Макконнелл, С. Брю, П. Самуельсон, А. Ілларіонов, С. Корабліч, В. Беседін, А. Гальчинський, А. Гриценко, С. Моїсеев, В. Геєць, К. Ларіонов, В. Литвицький, І. Михайловський, С. Панчишин, О. Петрик, М. Савлук, В. Міщенко та інші.

**Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми.** Незважаючи на значну увагу, приділену проблемі управління інфляційним процесом, вона й надалі широко досліджується в друкованих та електронних засобах інформації, у виступах політиків, економістів і політологів. На практиці в Україні в 2008 р. також було

офіційно оголошено перехід від валютного до інфляційного таргетування, про запровадження плаваючого режиму валютного курсу і зміну номінального якоря економіки – таргетування інфляції. Разом з тим, незважаючи на офіційно проголошені нові орієнтири, переходу до інфляційного таргетування та режиму вільного курсоутворення не відбулося.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** На нашу думку, «гальмування» процесів заміни валютного таргетування інфляційним є виправданим, оскільки сьогодні для України характерні надмірна залежність вітчизняної економіки від зовнішньоекономічної діяльності та високий рівень валютизації (доларизації) економіки. А при

**Загроза № 2. Підвищений рівень нестабільності у фінансовому плануванні та діяльності суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності і, відповідно, погіршення стабільної позиції України у зовнішньоекономічній діяльності.** Важливою компонентою розвитку економіки України є зовнішня торгівля. Обсяг зовнішньої торгівлі (сума експорту та імпорту) перевищує загальний обсяг валового внутрішнього продукту протягом усього періоду розвитку України (рис. 1). Така тенденція простежується щороку. А великі обсяги міжнародних розрахунків у доларах призвели до того, що долар є основною іноземною валютою, яка необхідна для підприємницької діяльності експортерів-імпортерів.

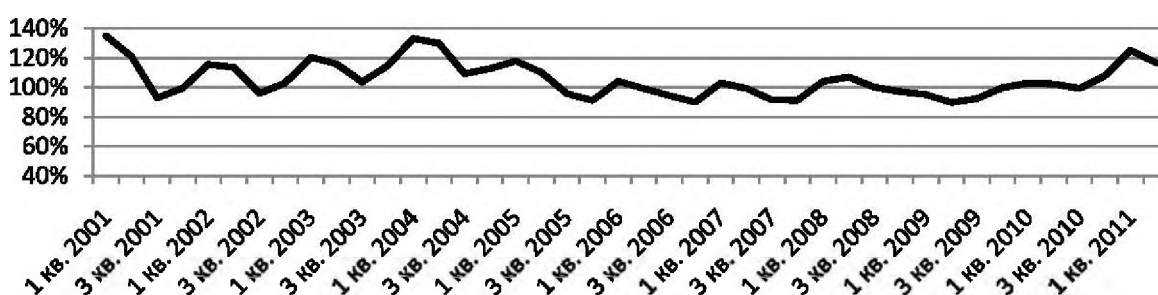


Рис. 1. Частка обсягу зовнішньої торгівлі від ВВП, %  
Джерело: [4].

таких структурних деформаціях разом з цілою низкою інших факторів (нерозвиненість фінансових ринків, обмеженість у застосуванні регулюючих інструментів Національного банку України та ін.) режим плаваючих валютних курсів може провокувати додатковий тиск на цінову стабільність та нівелювати результати політики інфляційного таргетування.

**Метою цієї статті є виділення фінансових загроз для суб'єктів української економіки при запровадженні в Україні політики інфляційного таргетування.**

**Загроза № 1. Стагнація економічного розвитку.** Перед Україною стоїть завдання економічного зростання і про це як про стратегічну мету публічно заявляють представники органів державної влади. Причому важливим є не тільки зростання ВВП, а й збільшення темпів його приросту, що, в свою чергу, потребує нарощення грошової маси в обороті і, відповідно, буде провокувати зростання цін у країні (принаймні в певні періоди економічного руху в економіці). З другого боку, цінова стабільність є фактором, що унеможливує (ускладнює) досягнення такої цілі, як економічне зростання, оскільки зменшує грошову масу в обороті і стримує підприємницьку активність та економічне зростання в країні.

**Загрози.** При запровадженні інфляційного таргетування та вільного курсоутворення суб'єкти ЗЕД зіткнуться з проблемами фінансового планування у своїй діяльності через непередбачувані зміни у курсі валют, з ризиками можливих втрат через курсові коливання (або через власні неточні прогнози таких коливань) і вимушені будуть перекладати свої цінові ризики на кінцевого споживача шляхом підвищення цін на власні товари і послуги. Це, в свою чергу, провокуватиме «інфляцію витрат» в українській економіці та нівелюватиме результати політики інфляційного таргетування.

**Загроза № 3. Високий рівень валютизації (доларизації) економіки.** Для оцінки валютного заміщення в економіці країни застосовують такі показники: а) частка валютних депозитів у загальному обсязі грошової маси (методика Міжнародного валютного фонду); б) абсолютний розмір депозитних вкладень домогосподарств і підприємств та наданих їм кредитів у іноземній валюті; в) частка зобов'язань банків за коштами, залученими на депозитні рахунки в іноземній валюті фізичних і юридичних осіб у загальному їх обсязі; г) питома вага вимог банків за кредитами, наданими в економіку країни в іноземній валюті в загальному обсязі кредитних зобов'язань фізичних і юридичних осіб; д) динаміка обсягів та сальдо операцій з купівлі-продажу валюти

на готівковому й безготівковому сегментах валютного ринку [2, с. 42].

Розглянемо валютну наповненість економіки України по вказаних позиціях.

Частка валютних депозитів у загальному обсязі грошової маси: за методикою МВФ високовалютизованою вважають економіку країни, де відношення величини депозитів у іноземній валюті до грошового агрегату М3 перевищує 30 % [5].

За показником питомої ваги депозитів і цінних паперів (окрім акцій) в іноземній валюті у грошовій масі М3 Україна належить до країн з помірним рівнем валютного заміщення (рис. 2).

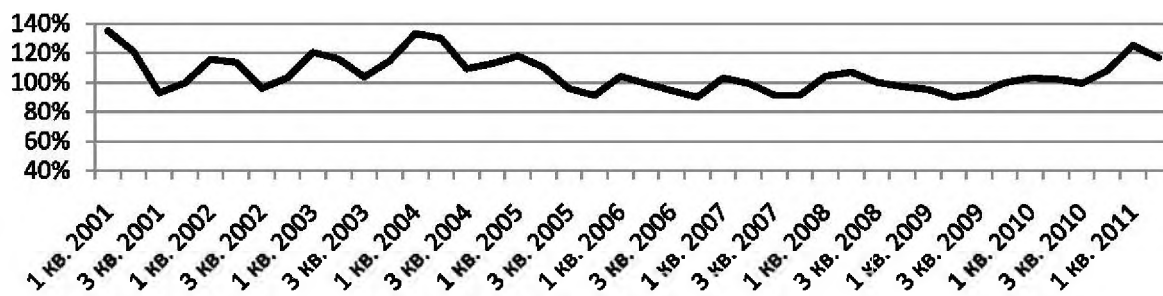


Рис. 2. Динаміка рівня доларизації в Україні (за методикою МВФ) протягом 2000-2011 рр.

Джерело: [5].

Але прослідковується тенденція до зростання значення даного показника, починаючи з 2005 р. З таблиці 1 можна побачити, як за шість останніх років цей показник зріс на 6,8 в.п. і станом на 01.01.2012 питома вага іноземної валюти в грошовій масі склала 31,2 % (табл. 1).

Ще одним показником валютизації української економіки є обсяг іноземної валюти в обігу (структура обмінних валютних операцій на валютному ринку). А аналіз балансу доходів та витрат населення України щодо продажу та купівлі іноземної валюти свідчить, що процес накопичення останньої домашніми господарствами залишається активним (табл. 2). Операції з інозем-

ною валютою на міжбанківському та готівковому ринках складають у середньому 15 % обсягів річного ВВП країни. Операції в доларах протягом останніх 10 років коливаються від 70 % до 81 % у загальному обсязі валютних операцій. Саме тому поняття валютизації економіки часто ототожнюється з поняттям доларизації економіки. Також у 2000–2010 рр. обсяги операцій з євро зросли майже в 5 разів і станом на 2010 р. становили 15 % від загальних операцій.

*Загрози.* Запровадження вільного курсоутворення може спровокувати активізацію спекуляцій на валютному ринку, що, в свою чергу, спричинятиме ще більше коливання валютних курсів

та порушення цінової стабільності в усіх секторах економіки, нівелюючи результати політики інфляційного таргетування.

Також високими є показники депозитної доларизації (питома вага депозитів у іноземній валюті у загальному обсязі депозитних вкладень) та кредитної доларизації (питома вага кредитів у іноземній валюті в загальному обсязі банківських кредитів, наданих суб'єктам економіки) в Україні (рис. 3).

Частка депозитів в іноземній валюті у загальному обсязі депозитів резидентів на 2012 р. – 43,6 % (при граничному рівні у 25 %). Заміщення активів пов'язано з аспектами ризику та при-

Таблиця 1. Питома вага іноземної валюти в грошовій масі [6]

Роки	Грошовий агрегат М3, усього, млн грн	У тому числі, млн грн					Питома вага грошової маси в іноземній валюті у М3, %
		Грошова маса М3 в нац. валюті	Грошова маса М3 в іноземній валюті				
			Усього	Переказні депозити	Інші депозити	Цінні папери, крім акцій	
2005	194071	148293	45778	9944	35674	160	23,6
2006	261063	190661	70403	13040	57115	248	27,0
2007	396156	306000	90156	20233	69634	289	22,8
2008	515727	357779	157949	35003	122509	437	30,6
2009	487298	332925	154372	41443	112713	216	31,6
2010	597872	423736	174137	41566	132368	203	29,1
2011	685515	477092	208423	51912	156120	391	30,4
2012, лютий	679687	467009	212679	51121	161145	413	31,2

Таблиця 2. Динаміка операцій з купівлі-продажу іноземної валюти на міжбанківському і готівковому сегментах валютного ринку України [5]

Роки	Обсяг операцій на міжбанківському ринку (у доларовому еквіваленті, у млн дол. США)	Обсяг операцій на готівковому валютному ринку (у доларовому еквіваленті, в млн дол. США)				
		Обсяг операцій, усього	Обсяг валюти, купленої банками у населення	Обсяг валюти, проданої банками населенню	Сальдо купівлі-продажу валюти населенням	Частка проданої валюти в загальному обсязі операцій, %
2005	91400,1	25159,7	11911,7	13248	1336,3	52,6
2006	102470,6	37237,3	16823,4	20414	3590,6	54,8
2007	147972,7	61262,6	28489,4	32773,2	4283,8	53,5
2008	208794,5	66203,2	30048,8	36154,4	6105,6	54,6
2009	144946,1	35445,1	13530,5	21914,6	8384,1	61,8
2010	178931,8	42899,2	16583,8	26315,4	9731,6	61,3
2011	341125,9	49942,3	18248,9	31693,4	13444,5	63,5
31.03.2012	91192,6	8052,9	3289,8	4763,1	1473,3	59,1

Джерело: [5], розрахунки автора

бутком за внутрішніми й іноземними активами. Зберігання населенням заощаджень в іноземній валюті стало інструментом страхування себе від макроекономічних ризиків, які пов'язані не лише з нестабільністю цін та обмінного курсу, а й з тривалою стагнацією економіки.

Станом на 1 жовтня 2012 р. валютна структура загального депозитного портфеля України на 57 % (303,5 млрд грн) складалася з гривневих вкладів, а 43 % (233,5 млрд грн) стано-

вили вклади в іноземній валюті [3]. Причому у депозитному портфелі юридичних осіб гривневі депозити суттєво випереджають обсяг валютних, що пов'язано з відсутністю валютних доходів у більшості юридичних осіб-вкладників і високою часткою поточних депозитів. Натомість, населення загалом розподіляє свої заощадження практично порівну з невеличкою перевагою строкових вкладів у національній валюті.

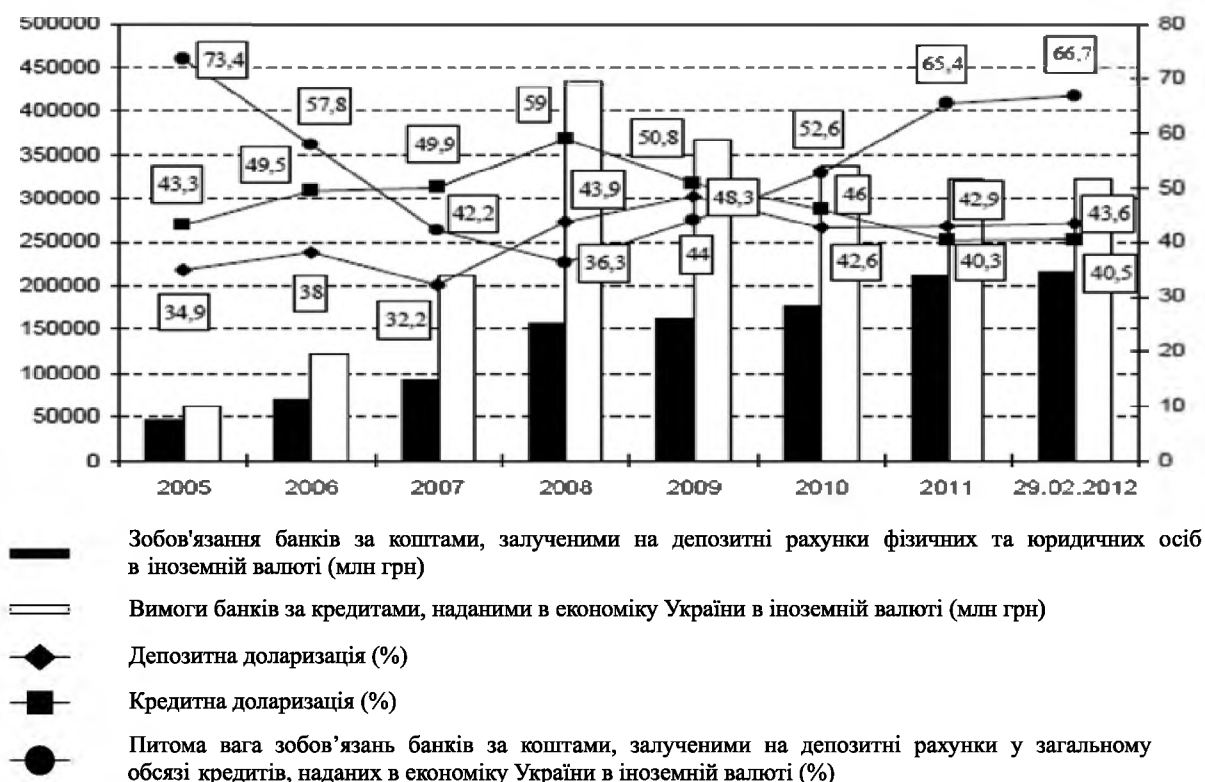


Рис. 3. Динаміка рівня фінансової доларизації в Україні у 2005 – лютому 2012 рр. [3]

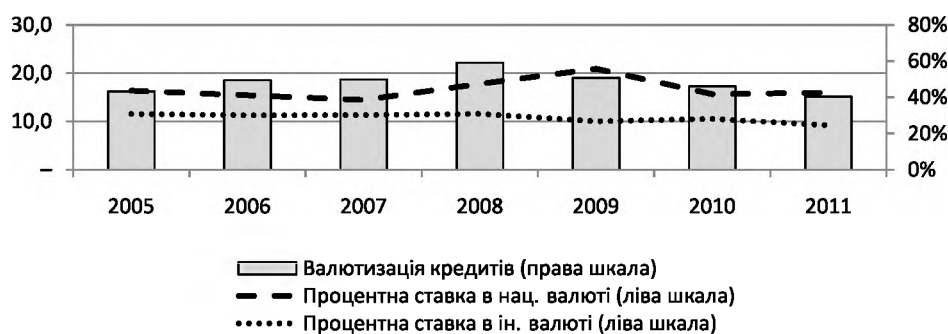


Рис. 4. Динаміка валютизації кредитів та кредитних відсоткових ставок  
Джерело: [5], розрахунки автора

*Загрози.* При запровадженні інфляційного таргетування та вільного курсоутворення власники валютних депозитів зіткнуться з проблемами оцінки очікуваної доходності власних заощаджень через непередбачувані зміни у курсі валют, з ризиками можливих втрат через курсові коливання (або через власні неточні прогнози таких коливань). За таких умов принаймні частина заощаджень на валютних депозитах буде зніматись, гроші будуть витрачатись на поточне споживання, збільшуючи сукупну грошову масу в обороті, і в підсумку буде провокуватись «інфляція попиту», яка нівелює результати інфляційного таргетування.

Валютизація характерна також і для кредитної сфери України. Валютно-курсова політика НБУ протягом 2005–2008 р. була спрямована на підтримку фіксованого завищеного курсу гривні, що сприяло нарощенню зовнішніх запозичень банками за рахунок дешевшого обслуговування іноземних кредитів (при ревальвації гривні). У 2008 р. частка іноземних кредитів банківських установ становила 43 % від загального зовнішнього боргу країни, а дешеве обслуговування іноземних кредитів дозволило тримати низькі відсоткові ставки за кредитами в іноземній валюті. Таким чином рівень валютизації виданих банками кредитів досягнув свого піку в 60 % в 2008 р. (рис. 4).

Якщо переведення активів у більш стійку валюту є наслідком високої інфляції, то валютне заміщення пасивів є свідченням недовіри до монетарної політики НБУ (на 2012 р. рівень кредитної доларизації дорівнював 40,5 %). Зростаючий попит на кредити в іноземній валюті зумовив дисбаланс у співвідношенні зобов'язань банків за коштами, залученими на депозитні рахунки фізичних і юридичних осіб в іноземній валюті, і вимог банків за кредитами, наданими в економіку України в іноземній валюті.

*Загрози.* При запровадженні інфляційного таргетування та вільного курсоутворення банки-

кредитори зіткнуться з проблемами оцінки очікуваної доходності кредитних послуг у валюті через непередбачувані зміни у курсі валют та з ризиками можливих втрат через курсові коливання (або через власні неточні прогнози таких коливань). При цьому банки-кредитори вимушені будуть перекидати власні фінансові ризики на кінцевого споживача-позичальника шляхом підвищення кредитних ставок на валютні кредити, дорожчання грошей в економіці на рівні валютної складової призведе до скорочення валютних кредитів і зростання попиту на кредити в національній валюті, а при незмінній пропозиції грошей це спровокує підвищення кредитної ставки і на гривневі кредити. Дорожчання грошей підприємці (суб'єкти економіки) перекидають на кінцевого споживача товарів і послуг, у тому числі через підвищення цін. Це, в свою чергу, буде провокувати «інфляцію витрат» та нівелює результати політики інфляційного таргетування.

**Висновки і перспективи подальших досліджень.** З урахуванням вищевикладених загроз інфляційного таргетування в Україні можна зробити такі висновки.

*Перше.* Політика інфляційного таргетування разом із вільним курсоутворенням є загрозою для української економіки, що пояснюється надмірним використанням іноземної валюти в економіці. В Україні склалася суперечлива ситуація, коли офіційно існує законодавчо визначена грошова одиниця країни (гривня) та один масштаб цін, а фактично функції міри вартості, засобу обігу та платежу виконують кілька валют, і суб'єкти економіки застосовують кілька масштабів цін (табл. 3).

*Друге.* Визначаючи чітку стратегію для української економіки, доцільно сконцентрувати увагу не тільки на питанні «таргетувати – не таргетувати інфляцію», а й визначитись, якими економічними інструментами і важелями оперувати в рамках обраної економічної стратегії країни.

Таблиця 3. Види операцій з іноземною валютою в Україні

Функції грошей	Приватне використання	Державне використання
Засіб обігу і платежу	– валюта платежу в зовнішній торгівлі; – внутрішній обіг інших країн (при виїзді за кордон); – валютнообмінні угоди; – кредитування економіки	– валюта інтервенцій; – платежі за іноземними кредитами.
Міра вартості	– валюта ціни в зовнішньоторговельних операціях; – визначення ціни на імпортовані товари (електроніка, техніка, автомобілі); – неформальний орієнтир вітчизняного ринку нерухомості	валюта прив'язки
Засіб нагромадження	– приватні інвестиції; – депозити юридичних та фізичних осіб.	резервна валюта

Так, при стратегії економічного зростання в країні та переході до плаваючого курсу і таргетування інфляції є потреба у пошуку та виборі механізмів впливу на вільноплаваючий курс для зниження фінансових загроз у суб'єктів економіки.

Вирішенню цієї проблеми може сприяти:

- політика, орієнтована на активізацію залучення прямих іноземних інвестицій в Україну;
- економічна євроінтеграція України;
- пошук і застосування шляхів до зниження значущості та обсягів застосування іноземних валют як засобу обігу, платежу, нагромадження та міри вартості (табл. 3);
- кардинальне проведення девальвації гривні, припинення валютних інтервенцій централь-

ним банком задля вирівнювання заробітних плат у доларі у майбутньому і стимулювання експортних можливостей.

З другого боку, політика економічного зростання може бути реалізована і в сучасних українських передумовах, без суттєвого зменшення доларизації української економіки та без реального переходу до інфляційного таргетування. Але в такому випадку заходи обмеження доларизації економіки, втілення заходів інфляційного таргетування за вищезазначеними та іншими схемами можуть бути майбутнім, а не сучасним орієнтиром економічної політики української держави.

#### Список літератури

1. Закон України «Про Національний банк України» від 20 травня 1999 року N 679-XIV [Електронний ресурс] // Верховна Рада України. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/-show/67914?test=4/UMfPEGznhho1x.Ziht/IgTH14nks80msh8Ie6>.
2. Мелих О. Ю. Сучасні тенденції доларизації економіки України та шляхи її подолання [Електронний ресурс] / О. Ю. Мелих // Інноваційна економіка. – 2012. – № 9. – С. 42–49. – Режим доступу: [http://www.nbu.gov.ua/portal/Soc\\_Gum/inek/2012\\_9/42.pdf](http://www.nbu.gov.ua/portal/Soc_Gum/inek/2012_9/42.pdf).
3. Корнилюк Р. Структура депозитів банків України [Електронний ресурс] / Р. Корнилюк. – Режим доступу: <http://bankografo.com/struktura-depozitiv-bankiv-ukrayini.html>.
4. Державний комітет статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
5. Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>.
6. Міжнародний валютний фонд [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org>.

S. Glushchenko, S. Bolotova

## INFLATION TARGETING: RISKS FOR UKRAINE

*Characteristics valyutyzatsiyi total money supply in Ukraine, and are defined financial risk subjects Ukrainian economy, which generated this valyutyzatsiya and will increase at policy inflation targeting are summarized in the article.*

**Keywords:** inflation targeting, monetary policy, currency policy, valyutyzatsiya, central bank, commercial banks, financial risks.

Матеріал надійшов 13.05.2013