

"ЕФЕКТ ПЕРЕНОСУ" ТА МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА В УКРАЇНІ

Виконання основної функції Національного банку щодо забезпечення стабільності грошової одиниці України вимагає коректної оцінки впливу курсових змін на динаміку інфляції. Наведене питання набуває особливого значення з огляду на наміри Національного банку щодо підвищення курсової гнучкості. Важливість подібних досліджень також зрозуміла і в контексті оцінки ефективності заходів монетарної політики, зокрема, для обґрунтування участі НБУ на валютному ринку. Відповідно до теоретичних моделей оптимальні обсяги інтервенцій залежать від величини ефекту переносу валютного курсу на внутрішні ціни (exchange rate pass-through) в країні: чим він вищий, тим сильніше економіка реагує на зовнішні шоки, а отже, їй більш обґрунтованими є інтервенції з метою згладжування коливань валютного курсу.

У світовій економічній літературі **ефект впливу зміни валютного курсу на ціни**, який отримав назву *Exchange Rate Pass-Through*, почав активно досліджуватись з кінця 1970-х років, коли стало чітко зрозуміло, що у відкритих економіках, які інтегровані в систему міжнародної торгівлі, серед ключових факторів впливу на ціни на одне з перших місць вийшов валютний курс. Процес позв'язання світової торгівлі та розвиток комп'ютерних технологій актуалізували проблему кількісної оцінки впливу зміни валютного курсу на ціни, що дало поштовх новій хвилі емпіричних досліджень, у яких розглядалися різні аспекти проблеми у розрізі секторів економіки та окремих товарів⁶⁶.

Зазвичай взаємозв'язок між обмінним курсом і цінами розглядається через призму механізму формування цін на імпортовані товари: якщо ціни на них встановлюються у цінах виробника (*producer-currency pricing, PCP*), то фіксується повний ефект переносу курсу; якщо ціни формуються у валюті країни споживача (*local-currency pricing, LCP*), то ефект переносу відсутній. Описані механізми ві-

дображають два крайні випадки, що у реальному житті в чистому вигляді майже не зустрічаються. Емпіричні дослідження показують, що на практиці як у розвинених, так і в країнах, що розвиваються, спостерігається частковий (неповний) ефект переносу⁶⁷. Експерти дедалі частіше наводять оцінки, у яких простежується закономірність: внутрішні ціни не повністю перелаштовуються у відповідь на зміни валютного курсу, і ці "неповні" зміни внутрішніх цін дають можливість торговельним потокам менше реагувати на зміни курсу⁶⁸.

Розвиток ефекту переносу (ЕП) в економіці показано на рис. 1, який розкриває механізм перекладання зміни валютного курсу на споживчі ціни. Наведена схема є подальшим удосконаленням російською вченою В.Добринською ідеї канадського дослідника Т.Лафлеша щодо представлення прямого та непрямого ефектів впливу курсу на інфляцію і прийняття рішень про прямі іноземні інвестиції (ПІІ).

На сьогоднішній день в економічній літературі представлено велику кількість теорій ефекту переносу, в яких пояснюються відмінності у реакції цін, серед яких названо різні: умови конкуренції у галузях, частки іноземних факторів виробництва, заміщення іноземних факторів вітчизняними у відповідь на різкі коливання валютного курсу, зміни споживчого попиту⁶⁹. Різні напрями теорії ЕП та їхні представники наведено у табл. 1.

У роботах, присвячених емпіричному аналізу ефекту переносу, як правило, наводяться приклади, які доводять, що вплив змін курсу на ціни імпорту та внутрішні ціни суттєво відрізняються для різних країн світу⁷⁰. Серед гіпотез, які було висунуто

⁶⁶ Froot K., Kim M., Rogoff K. A The low of one price over 700 years // National Bureau of Economic Research Working paper № 5132, 1995. – Cambridge.; Goldberg P.K., Knetter M.M. Goods Price and Exchange Rates: What Have we Learned? // Journal of Economic Literature.– September 1997. – № 35. – P. 1243–1272; Knetter M.M. International Comparisons of Price-to-Market Behavior // The American Economic Review (AER). – 1993. – № 83(3). – P. 473–486; Krugman P.R. Trigger strategies and price dynamics in equity and foreign exchange rates // National Bureau of Economic Research Working paper № 2459. – December 1987. – Cambridge. – 32 p.; Laflèche T. The impact of exchange rates movements on consumer prices // Bank of Canada Review. – Vol. 1997, is. Winter. – P. 21–32.; Parsley D., Popper H. Exchange Rates, Domestic Prices and Central Bank Actions: recent US Experience // Southern Economic Journal. – 1998. – Vol. 64, № 4.

⁶⁷ Катаранова М. Связь между обменным курсом и инфляцией в России // Вопросы экономики. – 2010. – № 1. – С. 44–62; Dobrynskaya V., Levando D. A Study of Exchange Rate Pass-through Effect in Russia // ICEF Working Paper. – May 2005. – № 05/01.

⁶⁸ Dobrynskaya V., Levando D. A Study of Exchange Rate Pass-through Effect in Russia // ICEF Working Paper. – May 2005. – № 05/01.

⁶⁹ Там само.

⁷⁰ Belaisch A. Exchange Rate Pass-Through in Brazil // IMF Working Paper. – 2003. – № 141; Bhundia A. An Empirical Investigation of Exchange Rate Pass-Through in South Africa // IMF Working Paper. – 2002. – № 165; Campa J.M., Goldberg L. Exchange Rate Pass-Through into Import Prices: A Macro or Micro Phenomenon? // NBER Working Paper. – 2002. – № 8934; Faruqee H. Exchange Rate Pass-Through in the Euro Area: The Role of Asymmetric Pricing Behavior // IMF Working Paper. – 2004. – № 14; McCarthy J. Pass-Through of Exchange Rate and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies. Federal Reserve Bank of New York, September, 2000; Pollard P.S., Coughlin C.C. Size Matters: Asymmetric Exchange Rate Pass-Through At The Industry Level // Working Paper. Federal Reserve Bank of St. Louis. – 2003. – № 029B.



Рис. 1. Механізм переносу зміни валютного курсу на споживчі товари

Джерело: Laflèche T. The impact of exchange rates movements on consumer prices // Bank of Canada Review. – 1997. – Vol. 1997, is. Winter. – P. 21–32; Добрынская В.В. Эффект переноса валютного курса на уровень цен в российской экономике : дис. на получение степени магистра эк. наук.: спец. "Финансы". – М., 2004. – 77 с.

Таблиця 1

Основні напрями теорії ефекту переносу та їхні представники

Теорії ефекту переносу та ключові фактори розгляду	Автори
<i>Теорії, засновані на аналізі реального сектора економіки</i>	
Організація галузевих ринків	Dornbusch (1987), Fisher (1989), Feenstra, Gagnon, Knetter (1993)
Нетарифні бар'єри і транснаціональні корпорації	Menon (1996)
Залежність процесу від вибору шляху розвитку	Froot, Klemperer (1989), Parsley (1995)
Транзакційні витрати	Giovannini (1988)
Ціна враховує послуги національних виробників і місцеві товари (non-tradables)	Corsetti, Dedola (2002), Burstein, Neves and Rebelo (2000), Betts and Kehoe (2001)
Заміщення іноземних товарів на вітчизняні у відповідь на коливання валютного курсу	Burstein, Eichenbaum and Rebelo (2002)
<i>Взаємодія з монетарною політикою</i>	
Монетарна політика	Parsley, Popper (1998), Devereux, Yetman (2003), Romer (1993)

Джерело: Dobrynska V., Levando D. A Study of Exchange Rate Pass-through Effect in Russia // ICEF Working Paper. – May 2005. – № 05/01.

Середня еластичність споживчих цін за валютним курсом

Показник	1 квартал	4 квартали	20 кварталів
Країни з низькою інфляцією (менш ніж 10% за рік)	0,04	0,14	0,16
Країни з середньою інфляцією (від 10 до 30% за рік)	0,09	0,33	0,35
Країни з високою інфляцією (30% та вище за рік)	0,22	0,50	0,56

Джерело: Choudhri E.U., Nakura D.S. Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices: Does the Inflationary Environment Matter? // IMF Working Paper. – 2001. – № 194.

Оцінки ефекту переносу для країн СНД та країн з ринками, що формуються

Країни СНД	Оцінки ефекту переносу	Країни, що використовують ІТ	Оцінки ефекту переносу
Киргізія	1,62	Польща	0,09
Україна	0,64	Чилі	0,07
Молдавія	0,49	Угорщина	0,06
Вірменія	0,25	Чехія	0,03
Грузія	0,14	Бразилія	0,02
Оцінка ефекту переносу для Росії			0,14-0,20
Середнє арифметичне між середньостроковими оцінками при зміцненні і ослабленні рубля			0,25

Джерело: Korhonen L., Wachtel P. A Note on Exchange Rate Pass-through in CIS Countries // BOFIT Discussion Papers. – №.2. – 2005.

і емпірично доведено, – припущення щодо наявності зв'язку між ефектом переносу та рівнем інфляції (табл. 2). В подальшому було показано, що ЕП залежить не тільки від рівня, а й від коливань індексу споживчих цін: чим більша волатильність цін, тим більший ЕП⁷¹.

У країнах з ринком, що формується, ослабленню ефекту переносу сприяє перехід до інфляційного таргетування, бо, як показано в дослідженнях ЕП, уряди та монетарна влада роблять значні перетворення в інституційному середовищі. Порівнюючи оцінки ЕП для країн СНД та інших країн, що розвиваються, дослідники приходять до висновку, що сила впливу обмінного курсу на ціни споживчого ринку є вищою у країнах СНД (табл. 3).

Згадана робота Л.Корхонена і П.Вачтела викликає особливий інтерес, оскільки в ній представлено перші та єдині на сьогоднішній день опубліковані оцінки ефекту переносу для України. Дослідники за допомогою векторної авторегресії дослідили масштаб та швидкість ефекту переносу обмінного курсу на рівень споживчих цін у країнах СНГ за 1999–2004 рр. Виявилось, що ЕП проявляється тільки для курсу долара США і не є статистично значущим для євро, на відміну від країн Східної Європи, які більше орієнтуються на останній⁷².

⁷¹ Gagnon J.E., Ihrig J. Monetary Policy and Exchange Rate Pass-Through. Board of Governors of the Federal Reserve System // International Finance Discussion Papers. – 2001. – № 704. Campa J.M., Golberg L. Exchsange Rate Pass-Through into Import Prices: A Macro or Micro Phenomenon? // NBER Working Paper. – 2002. – № 8934.

⁷² Korhonen L., Wachtel P. A Note on Exchange Rate Pass-through in CIS Countries // BOFIT Discussion Papers № 2. – 2005; Катранова М. Связь между обменным курсом

и инфляцией в России // Вопросы экономики. – 2010. – № 1. – С. 44–62.

Варто підкреслити, що на відміну від України, де емпіричним оцінкам ЕП не приділялось достатньої уваги, в країнах-сусідах, зокрема в Росії, такі дослідження велися досить активно⁷³. Як приклад, у табл. 4. наведено результати модельних оцінок, які отримані різними авторами для визначення масштабів впливу курсу на ціни у Російській Федерації.

У Білорусії дослідженнями методологічних основ оцінки ефекту переносу девальвації на галузеві ціни та агреговані цінові показники займаються такі науковці, як В.Комков, М.Демиденко, І.Беляцький. Учені розробили економіко-математичну модель, що представляє систему лінійних рівнянь, котрі пов'язують між собою основні показники, що характеризують галузеву динаміку. Серед останніх – середньогалузеві індекси цін,

и инфляцией в России // Вопросы экономики. – 2010. – № 1. – С. 44–62.

⁷³ Катранова М. Связь между обменным курсом и инфляцией в России // Вопросы экономики. – 2010. – № 1. – С. 44–62; Dobrynskaya V., Levando D. A Study of Exchange Rate Pass-through Effect in Russia // ICEF Working Paper. – May 2005. – № 05/01; Добрынская В.В. Эффект переноса валютного курса на уровень цен в российской экономике : дисс. на получение степени магистра эк. наук.: спец. "Финансы". – М., 2004. – 77 с.; Шмыкова С.В., Сосунов К.А. Влияние валютного курса на потребительские цены в России // Экономический журнал ВШЭ. – 2005. – № 1. – С. 3–16; Korhonen L., Wachtel P. A Note on Exchange Rate Pass-through in CIS Countries; Stavrev E. The Pass-through from the Nominal Exchange Rate to Inflation // Russian Federation: Selected Issues: IMF Staff Country Report. – 2003. – № 03/146; Oomes N., Ohnsorge F. Money Demand and Inflation in Dollarized Economies: The Case of Russia // IMF Working Papers. – 2005. – № 05/144.

Оцінки ефекту переносу для Росії

Автор роботи	Інтервал оцінювання	Ефект переносу обмінного курсу на інфляцію	Тип ефекту
Stavrev (2003)	1996–2002	0,30	короткостроковий
		0,50–0,70	довгостроковий
Oomes, Ohnsorge (2005)	1996–2003	0,35–0,40	короткостроковий
		0,50	довгостроковий
Добринська (2007)	1998–2005	0,35	короткостроковий
	2003–2005	0,08	короткостроковий
Korhonen, Wachtel (2005)	1999–2004	0,20	короткостроковий

Джерело: Катаринова М. Связь между обменным курсом и инфляцией в России // Вопросы экономики. – 2010. – № 1. – С. 44–62.

Ефекти переносу в економіці Республіки Білорусь:
вплив 100% девальвації номінального обмінного курсу

Галузь	%
Електроенергія і теплоенергія	44,6
Продукти нафтової промисловості	79,3
Продукти газової промисловості	100,0
Вугілля, горючі сланці і торф	28,1
Чорні та кольорові метали	58,0
Продукти хімічної та нафтохімічної промисловості	43,7
Машини та обладнання, продукти металообробки	52,1
Продукти лісової, деревообробної і целюлозно-паперової промисловості	35,4
Будівельні матеріали (включаючи продукти скляної та фарфоро-фаянсової промисловості)	32,7
Продукти легкої промисловості	50,6
Продукти харчової промисловості	31,8
Інші промислові продукти	32,1
Продукція будівництва	27,7
Сільгосппродукти, послуги з обслуговування сільського господарства і продукти лісового господарства	19,1
Послуги транспорту	22,5
Послуги зв'язку	15,5
Торгово-посередницькі послуги (включаючи послуги громадського харчування)	14,1
Послуги геології і розвідки надр, геодезичної та гідрометеорологічної служб, інформаційно-обчислювального обслуговування і продукти інших видів діяльності	18,2
Послуги житлово-комунального господарства і невиробничих видів побутового обслуговування населення	19,1
Послуги охорони здоров'я, фізичної культури і соціального забезпечення	21,9
Послуги освіти, культури і мистецтва, науки і наукового обслуговування	14,5
Послуги фінансового посередництва та страхування	12,1
Послуги управління, оборони та громадських об'єднань	14,8
Індекс споживчих цін	40,4
Дефлятор валового внутрішнього продукту	61,2
Індекс цін виробників промислової продукції	45,3

Джерело: Демиденко М.В. Политика валютного курса Беларуси: влияние девальвации белорусского рубля на внешнюю торговлю // Аналитическая записка по запросу Евразийской экономической Комиссии / Центр интеграционных исследований ЕАБР. – Санкт-Петербург, 2012.

валова додана вартість, промислове споживання, оплата праці робітників, валовий прибуток, чисті податки на продукцію і виробництво тощо. Модельні розрахунки дозволяють проаналізувати інфляційні процеси, ініційовані змінами валютного курсу з урахуванням другорядних наслідків, які, окрім прямих ефектів, притаманних імпортозалежним видам економічної діяльності, також враховують збільшення витрат у виробників, які мають високу

імпортозалежність виробництва. Для прикладу, в табл. 5 наведено ефект переносу на ціни виробників продукції відповідних видів економічної діяльності в Білорусії за умови 100% девальвації номінального обмінного курсу.

Із табл. 5 видно, що за умов зниження курсу білоруського рубля на 100% середній темп приросту цін становитиме 61,2 (на основі дефлятора ВВП); 40,4 – відповідно до оцінки на основі індексу спо-

живчих цін та 45,3 – за індексом цін виробників промислової продукції.

Отримані оцінки значно перевищують розрахунки ЕП в європейських країнах. Так, у табл. 6 показано відповідні зміни споживчих цін в окремих країнах Європи у зв'язку зі зниженням номінального обмінного курсу національної валюти на 1% через 6, 12, 18 та 24 місяців.

Аналізуючи табл. 6, можна зробити висновок, що споживчі ціни по-різному зростають унаслідок девальвації національної валюти: ступінь та швидкість впливу її знецінення на ціни споживчого ринку відрізняються залежно від країни. Так, найбільшим цей вплив є в Нідерландах, де індекс споживчих цін через півроку після девальвації зростає на 12%. Найменшим він є у Франції, оскільки через 6 місяців після зміни курсу національної валюти споживчі ціни зростають лише на 1%.

Якщо розглянути довгострокову перспективу впливу девальвації валюти на ціни споживчого ринку, то слід зазначити, що у Франції та Італії (з п'ятірки виділених європейських країн) цей ефект є найбільшим, адже за даними модельних розрахунків протягом двох років споживчі ціни зростають у них, відповідно, на 16 та 18%. Також цікавим є той факт, що в окремих країнах, таких як Нідерланди та Іспанія, ефект впливу девальвації валюти на ціни споживчого ринку у довгостроковій перспективі не нагромаджується, а поступово знижується: з 12 та 9% до 11 та 8% відповідно⁷⁴.

Важливим моментом, на який варто звернути увагу під час аналізу та міжкраїнових порівнянь ЕП, є метод, котрий використано для оцінки взаємозв'язків курсу та інфляції, оскільки результати значно різнитимуться. Серед інструментарію, що використовується на практиці для оцінювання величини ефекту переносу, як правило, найбільш часто вживаними є:

- модель коригування помилки (ECM);
- система авторегресійних моделей (VAR/SVAR);
- одне рівняння або система регресійних рівнянь;
- модель із розподіленими лагами.

В Україні, враховуючи складність дослідження ефекту переносу та аналізу його змін у часі, побудова та оцінка економетричних моделей, які дають змогу кількісно оцінити величину впливу змін обмінного курсу гривні на внутрішні ціни, не набули поширення. Серед досліджень можна назвати лише дві роботи – С.Кучеренко та П.Бандури⁷⁵, де

⁷⁴ Felix P. Hufner and Michael Schroder. Exchange Rate Pass-Through to Consumer Prices [Електронний ресурс] // A European Perspective. Discussion Paper. – №. 02–20 – Доступний з : <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp0220.pdf>

⁷⁵ Bandura P. A study of exchange rates pass-through in Ukraine : Thesis submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of MA in Economics Kyiv School of. – 2010. – 68 p.; Кучеренко С.А. Моделювання

були представлені кількісні оцінки впливу змін курсових коливань гривні на інфляцію споживчих цін. Сьогодні цей напрям досліджень є надзвичайно актуальним, оскільки має практичне значення для обґрунтування можливих змін монетарної політики, оцінки ймовірних ефектів і наслідків.

В Україні вже тривалий час долар США залишається основною іноземною валютою, на динаміку курсу якої орієнтується переважна кількість економічних агентів у процесі формування своєї поведінки на ринку. Саме тому в Інституті економіки та прогнозування НАНУ для оцінки ЕП було побудовано VAR-моделі як для індексів номінального офіційного обмінного курсу гривні до долара США, так і для номінального ефективного обмінного курсу гривні. Використання авторегресійних моделей⁷⁶ дозволило відділити вплив валютного курсу на ціни від впливу інших ендегенних змінних. За допомогою функції реакції на шоки (impulse response function) можна отримати реакцію індексу цін на структурний шок валютного курсу, який є ортогональним іншим шокам системи. У побудованих моделях для України величина ефекту переносу вимірюється еластичністю цін за обмінним курсом гривні:

- короткостроковий ЕП – еластичність змін цін після шоку обмінного курсу, що проявляється упродовж одного місяця або кварталу (трьох місяців);
- середньостроковий ЕП – накопичена еластичність за шість місяців;
- довгостроковий ЕП – накопичена еластичність за 12 місяців (і більше).

Із метою перевірки гіпотези про ендегенність грошово-кредитної політики щодо ефекту переносу обмінного курсу було оцінено VAR-моделі із включенням додаткового фактора грошової маси та моделі без додаткових факторів впливу на інфляцію.

Проведений на українських даних аналіз підтверджує наявність впливу монетарної політики на ефект переносу (табл. 7). Так, якщо оцінювати стандартну модель ЕП впливу офіційного курсу гривні на інфляцію споживчого ринку без включення змінної грошової маси (VAR01 CPI та VAR02 CPI), то коефіцієнти еластичності при обмінному курсі (0,030872 та 0,031860) отримують дещо вищі, ніж у моделі з грошовою масою

валютно-курсової політики в трансформаційній економіці : автореф. дис. на здобуття наукового ступеня канд. екон. наук. – Київ, 2012.

⁷⁶ VAR-моделі належать до атеоретичних моделей, тобто базуються не на економічній теорії, а на відтворенні динаміки часових рядів, так званій довгостроковій пам'яті ряду даних; їх використовують для визначення коротко- та середньострокових ефектів (Лук'яненко І.Г., Городніченко Ю.О. Сучасні економетричні методи у фінансах : навч. посіб. – К. : Літера ЛТД, 2002. – С. 76–161).

Ефекти впливу валюти на ціни споживчого ринку в окремих країнах Європи

Країна	6 місяців	12 місяців	18 місяців	24 місяці
Франція	0,01	0,07	0,12	0,16
Німеччина	0,07	0,08	0,09	0,10
Італія	0,06	0,12	0,16	0,18
Нідерланди	0,12	0,11	0,11	0,11
Іспанія	0,09	0,08	0,08	0,08

Джерело: Felix P. Hufner and Michael Schroder. Exchange Rate Pass-Through to Consumer Prices [Електронний ресурс] // A European Perspective. Discussion Paper №. 02–20.– Доступний з : <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp0220.pdf>

Оцінка ефекту переносу змін офіційного курсу гривні на інфляцію споживчого ринку на часовому проміжку 1996–2012рр.

Показник	VAR02 CPI	VAR03 CPI	VAR 01 ALL
	(без грошової маси)	(+M2)	(+M2, +PPI)
1-й лаг (короткостроковий ефект)	0,031860	0,031568	0,029014
3 лаги (накопичений, короткостроковий ефект)	0,019501	0,022519	0,025487
6 лагів (середньостроковий ефект)	0,020999	0,012548	0,010819

Джерело: розрахунки автора.

VAR03 CPI, де еластичність дорівнює 0,031568. Отже, на всьому розглянутому часовому проміжку 1996–2012 рр. монетарна політика згладжувала коливання офіційного обмінного курсу грн/дол. США.

Іншим, не менш важливим, фактором впливу на динаміку цін споживчого ринку, є вплив інфляції витрат. Модель VAR 01 ALL описує взаємозв'язок індексу споживчих цін (ІСЦ), індексу цін виробників (ІЦВ), індексу номінального офіційного обмінного курсу гривні до долара США, грошової маси (M2). Оцінка ефекту переносу з урахуванням впливу монетарної політики та цін виробника є нижчою і дорівнює 0,029014.

Для оцінки "чистого" ефекту переносу змін офіційного номінального обмінного курсу гривні до долара США на ціни виробників були побудовані моделі VAR03 PPI (із урахуванням впливу монетарної політики) та VAR 01 ALL (із урахуванням додаткових факторів: динаміки грошової маси та інфляції споживчих цін). Розрахунки показали, що короткостроковий ЕП, оцінений на місячними даними 1996–2012 рр. по моделі VAR02 PPI без грошової маси, дорівнює 0,035 і є вищим, ніж 0,027 у випадку оцінки по моделі з грошовою масою (VAR03 PPI) та 0,024 по моделі (VAR 01 ALL) із грошовою масою та ІСЦ. Аналогічна картина і для оцінок на проміжку після кризи 2009–2012 рр., тобто наявний вплив монетарної політики, яка зменшує ефект переносу на ціни.

Детальні дослідження взаємозв'язків курсу гривні (офіційного та ефективного) та інфляції показали, що ефект переносу змін валютного курсу гривні на ціни споживачів і ціни виробників в Україні **змінюється у часі**. На різних часових періодах, починаючи з 1996 р. до середини 2012 р., величина переносу зменшувалася, що є наслідком посилення прозорості монетарної політики та

впровадження інституційних перетворень у країні. Тільки після кризи 2008 р. ефект переносу дещо зріс порівняно з попереднім періодом стабільного курсу, що може бути пов'язане із високими інфляційними очікуваннями населення та суб'єктів господарювання.

Крім того, модельні оцінки відносної ролі курсових коливань у змінах цін внутрішнього ринку (проведені на основі декомпозиції дисперсії⁷⁷) засвідчили незначний їх внесок, тобто **курсний фактор не є ключовим у змінах інфляції**. Це означає, що антиінфляційна політика має враховувати не тільки курсові аспекти, а й інші чинники розвитку інфляційних процесів.

Для того щоб оцінити роль монетарного фактора, було проведено аналіз декомпозиції дисперсії з точки зору визначення вкладу змін грошової маси у зміни рівня інфляції. З даних табл. 9 видно, що після кризи роль монетарного чинника у коливаннях внутрішніх цін зросла.

Результати модельного оцінювання ефекту переносу за даними номінального **ефективного курсу гривні** з урахуванням та без урахування грошової маси показали, що на всьому досліджуваному періоді ця змінна **мала статистично значущий вплив**. На всіх окремо виділених періодах монетарна політика згладжувала, нівелювала ефекти переносу курсових шоків на ціни виробників. Вплив монетарної політики на ціни споживчого ринку був дещо слабшим і не таким однозначним на окремих періодах, що потребує додаткових досліджень, зокрема, не за агрегованими групами, а окремими товарами.

⁷⁷ Декомпозиція дисперсій показує відносну важливість факторів у впливі на динаміку змін (дисперсію) конкретної змінної (Лук'яненко І.Г., Городніченко Ю.О. Сучасні економетричні методи у фінансах : навч. посіб. – К. : Літера ЛТД, 2002. – С. 76–161)

Таблиця 8

**Оцінка ефекту переносу змін офіційного курсу гривні на ціни виробників
на часовому проміжку 1996–2012рр.**

Показник	VAR02 PPI	VAR03 PPI	VAR 01 ALL
	(без грошової маси)	(+M2)	(+M2, +CPI)
1-й лаг (короткостроковий ефект)	0,034642	0,027434	0,023998
3 лаги (накопичений, короткостроковий ефект)	0,033384	0,039136	0,02434
6 лагів (середньостроковий ефект)	0,013163	0,004707	-0,011618

Джерело: розрахунки автора.

Таблиця 9

Декомпозиція дисперсій: роль змін грошової маси у зміні показника інфляції, %

Змінна моделі	Період		
	Часовий проміжок	1996–2012 рр.	2009–2012 рр.
DCPI (модель var 03 CPI)	3 місяці	0,274	0,181
	6 місяців	0,279	1,234
	12 місяців	1,951	3,864
DPPI (модель var 03 PPI)	3 місяці	0,988	3,809
	6 місяців	2,352	10,974
	12 місяців	2,528	12,263

Джерело: розрахунки автора.

Таблиця 10

Порівняння ефекту переносу від шоків різних валют

Валюта	Період оцінювання 2002–2012 рр.			Період оцінювання 2009–2012 рр.		
	1 місяць	3 місяці	6 місяців	1 місяць	3 місяці	6 місяців
Євро	0,041	0,046	0,079	0,051	0,080	0,131
Російський рубль	0,078	0,115	0,121	0,096	0,170	0,217
Долар США	0,118	0,107	0,166	0,122	0,143	0,233

Джерело: розрахунки автора.

Таблиця 11

**Роль курсових коливань різних валют у зростанні цін на споживчому ринку України
(період 2002–2012 рр.)**

Період (кількість місяців)	Декомпозиція дисперсій, %		
	Євро	Російський рубль	Долар США
3	5.20	3.97	5.96
6	5.84	4.59	8.65
12	9.59	6.86	10.79
18	9.69	7.09	11.05

Джерело: розрахунки автора.

Не менш важливим аспектом дослідження ефектів переносу є вибір валюти. Для України, де роль долара США хоча і є домінуючою, вплив динаміки інших валют, зокрема, російського рубля та євро, також досить значущий. Для відповіді на запитання, наскільки курсова динаміка інших валют є значимою у процесі передачі шоків із валютного ринку на ринок внутрішніх цін, на інфляцію в країні, було проведено розрахунки величини курсових еластичностей трьох валют на ціни споживчого ринку України.

Для можливості порівняння ефектів курсових коливань різних валют було побудовано три VAR-моделі з однаковою специфікацією та проведено їхнє оцінювання на однакових проміжках часу. Аналіз отриманих розрахунків дав підста-

ви зазначити, що на проміжку 2002–2012 рр. найбільші короткостроковий і середньостроковий ефекти переносу спостерігаються через вплив змін долара США (табл. 10–11), найменший ЕП у європейської валюти. Слід підкреслити, що після кризи вплив курсової динаміки на внутрішні ціни в Україні зріс: на всьому розглянутому періоді короткостроковий ЕП змін євро – від 0,041 до 0,051 на проміжку 2009–2012 рр.; ЕП російського рубля – відповідно від 0,078 до 0,096; ЕП долара США – від 0,118 до 0,122. Збільшилися також і величини середньострокових ЕП усіх трьох валют.

Проведений аналіз імпульсних відгуків та розрахунок декомпозиції дисперсій для змінної цін споживчого ринку показав, що відносна роль кур-

сового чинника у зміні внутрішніх цін кожної з трьох валют є не дуже значною (табл. 11). Хоча частки змінних курсу в декомпозиції дисперсій і зростають, однак максимуму вони досягають на рівні 7–11%. З точки зору обґрунтування необхідності втручання регулятора для регулювання ситуації на ринку ці частки є невисокими.

Отже, на відміну від багатьох країн, де ефекти переносу проявляються лише для дії однієї валюти, в Україні статистично значущим є не тільки ефект переносу шоків курсу долара США, але й російського рубля та євро. На проміжку 2002–2012 рр. більш високою є еластичність внутрішніх цін до долара США, потім російського рубля і євро; проте вже на 2009–2012 рр. ефекти переносу долара США та російського рубля майже зрівня-

лися, що свідчить про зростання впливу російської валюти в економічному житті країни.

У періоди прискорення цінової динаміки на світових товарних ринках та коригування валютної політики основних торговельних партнерів України, врахування у діяльності Національного банку різних аспектів взаємозв'язку курсової та цінової динаміки сприяє підвищенню ефективності інструментів та механізмів його монетарної політики. Кількісна оцінка впливу курсу на внутрішні ціни не тільки надає обґрунтованості визначенню інфляційних орієнтирів, але також виступає складовою формування системних передумов для підтримки стабільного низькоінфляційного середовища та забезпечення стійкості грошової одиниці України.