

ЕНДОГЕННІ ЧИННИКИ ІНФЛЯЦІЇ В УКРАЇНІ

Постановка проблеми. Протягом 2022 року абсолютна більшість країн світу стикнулася із безпрецедентним зростанням темпів інфляції, що пов'язано, зокрема, з порушенням логістичних ланцюжків, тенденцією збільшення цін на енергоносії та довготривалою політикою кількісного пом'якшення, якої дотримувались центробанки більшості розвинених країн протягом попередніх років. Важливішим драйвером цінового зростання у світі також стала ескалація військових дій в Україні.

Виклад основного матеріалу. На рівень інфляції в Україні впливає велика кількість чинників, зокрема: динаміка обсягу грошової маси, у т.ч. готівки, адміністративно регульованих цін (тарифів), обмінного курсу національної валюти, стан ринку кредитних ресурсів, реалістичність планування та стан виконання державного бюджету, рівень боргового навантаження на державу та корпорації, фінансовий стан банківської системи, динаміка банківських вкладів населення, промислового виробництва та ВВП, заробітної плати, зайнятості, стан ділової активності, цінова динаміка на зовнішніх ринках, стан основних показників зовнішнього сектору, поточний стан та динаміка міжнародних резервів, стан готівкового та безготівкового валютних ринків, динаміка надходжень приватних грошових переказів з-за кордону тощо. Проте ключовим чинником інфляції в Україні у 2022 році, безумовно, стала активізація збройного конфлікту та трансформація його у відкриті бойові дії.

У грудні 2022 року споживча інфляція в річному вимірі становила 26,6% та практично не змінилася, якщо порівнювати з темпами зростання цін у листопаді (26,5%) та жовтні (26,6%) [1]. При цьому фактичні темпи цінового зростання стали нижчими за базовий прогноз НБУ, опублікований в Інфляційному звіті за жовтень 2022 року [2] (30 % на кінець року). Крім того, не зважаючи на аномальні умови функціонування економіки України в ситуації повномасштабної війни, поточні показники інфляції є зіставними з рівнем 2014 р. (24,9 %) та значно нижчі, ніж у 2015 р. (43,3 %).

Більшість чинників цінового зростання в Україні (військові дії, порушення логістики, негативна цінова кон'юнктура енергоносіїв на світових ринках тощо) є екзогенними або форс-мажорними та не підлягають регулюючому впливу з боку уряду та НБУ. Натомість низка факторів інфляції в

Україні є ендогенними, а їх негативний вплив на динаміку цінового зростання може бути суттєво пом'якшений за рахунок використання комплексу регулюючих заходів з боку держави. Серед основних внутрішніх чинників прискорення цінового зростання в Україні у 2022 році слід виділити наступні.

Вимушена емісія, що реалізується через механізм викупу державного боргу в портфель НБУ. На тлі загострення проблеми бюджетного дефіциту, викликаного скороченням податкових та митних надходжень і зростанням витрат, пов'язаних із фінансуванням ЗСУ та соціальних виплат населенню, Національний банк був змушений активізувати пряме фінансування уряду шляхом купівлі державних боргових цінних паперів, неодноразово наголошуючи при цьому, що дане фінансування має тимчасовий характер та спрямоване на покриття лише критичних видатків держави. Внаслідок цього обсяг інвестицій регулятора у боргові цінні папери держави протягом березня-грудня 2022 р. зріс з 324 до 756 млрд грн, або майже втричі. Очевидно, що пролонгація практики фіскального домінування та фактично емісійного фінансування бюджетного дефіциту входить у протиріччя з ключовим завданням НБУ, що полягає у забезпеченні помірних темпів інфляції та курсової стабільності національної валюти.

Недостатній рівень узгодженості дій державних інститутів у процесі реалізації монетарної політики. Банківська система України має у власному розпорядженні значний обсяг надлишкової ліквідності, що не інвестується у державні цінні папери, натомість розміщується у вигляді короткострокових депозитних сертифікатів НБУ на цілком привабливих для банків умовах із дохідністю 23 % річних. Зокрема, протягом березня-грудня 2022 р. обсяг інвестицій банків у депозитні сертифікати НБУ зріс з 66 до 458 млрд грн, або майже у 7 разів. Натомість, на відміну від регулятора, протягом 2022 р. банки вкрай неохоче інвестували в ОВДП, що пояснюється, у першу чергу, суттєвим розривом між дохідністю ОВДП та депозитних сертифікатів НБУ. В умовах, що склались, спільне завдання держави в особі Кабінету Міністрів України та Національного банку полягає у переорієнтації інвестиційної активності банків з короткострокових операцій з придбання депозитних сертифікатів НБУ на інвестиції в ОВДП на прийнятних для банків ринкових умовах, що дасть змогу знизити негативний вплив емісії на цінову динаміку в країні та дасть можливість покривати бюджетний дефіцит переважно неемісійним шляхом за рахунок коштів банків. Інструментами для реалізації цього завдання можуть бути або зниження рівня дохідності депозитних сертифікатів НБУ (компетенція регулятора), або підвищення дохідності ОВДП (компетенція уряду). Однією з можливих платформ для формування більш узгоджених між урядом та

регулятором рішень у сфері монетарної політики (у т. ч. щодо таргету інфляції та рівня облікової ставки, до розміру якої «прив'язані» вартість рефінансування банків та дохідність депозитних сертифікатів НБУ) може стати Рада з фінансової стабільності, створена Указом Президента України у березні 2015 р., до складу якої входять, зокрема, Голова НБУ, Міністр фінансів, Голова Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, директор-розпорядник Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, Заступник Керівника Офісу Президента України, до відання якого віднесено питання економічної політики.

Девальвація гривні, викликана скороченням валютних надходжень від експорту та зростанням попиту фізичних осіб на готівкову іноземну валюту. Ключовий чинник інфляції в Україні – високий рівень залежності її економіки як від експорту, так і від імпорту. Таким чином, в умовах значного скорочення валютних надходжень країни від експорту товарів і послуг пропозиція безготівкової валюти на міжбанківському ринку також скорочується, що посилює тиск на валютний курс гривні та провокує її девальвацію. У свою чергу, девальвація гривні є могутнім драйвером інфляції через зростання цін широкої номенклатури імпортованих товарів та сировини, у першу чергу – енергоносіїв. Виходячи з цього, дотримання помірних темпів інфляції в Україні неможливе без забезпечення хоча б відносної курсової стабільності національної валюти.

В умовах війни додатковий тиск на курс гривні також формує не завжди раціональна поведінка населення, що створює додатковий попит на готівковому валютному ринку.

Виходячи з ключового значення девальваційного чинника інфляції в Україні, заходи держави, спрямовані на зниження темпів цінового зростання, мають включати, серед іншого, рішення, спрямовані на зростання пропозиції безготівкової валюти з боку експортерів та задоволення зростаючого попиту населення на готівкову валюту, що загалом мають уповільнити темпи девальвації гривні.

Низький рівень мотивації банків та вкладників укладати строкові депозитні угоди, що перешикоджає санації грошової маси на банківських рахунках. Аналіз динаміки банківських вкладів фізичних осіб у розрізі валют та строків протягом 2022 р. дає підстави стверджувати, що депозити домашніх господарств у гривні з початку війни демонструють стійку тенденцію зростання, проте їх збільшення відбувається виключно за рахунок коштів до запитання (протягом березня-грудня – з 282 до 468 млрд грн). Одним із чинників накопичення залишків на пенсійних, зарплатних та інших видах

поточних гривневих рахунків, очевидно, є зниження рівня фінансової інклюдії, що проявляється в обмеженні доступу до цих коштів для частини військовослужбовців, громадян на тимчасово неконтрольованій урядом території та мігрантів. Поточні вклади населення, що можуть бути зняті з рахунків у вигляді готівки або витрачені у торгівельній мережі у будь-який час, безумовно, створюють небезпечний інфляційний «навіс», що може спровокувати значне прискорення цінового зростання у будь-який час. Отже, завданням держави є здійснення низки заходів, спрямованих на санацію цих коштів на строкових рахунках шляхом укладення відповідних депозитних угод. Натомість строкові вклади населення у гривні скорочуються – з 200 млрд грн станом на 01.02.2022 р. до 185 млрд грн на 01.01.2023 р. При цьому радикальне підвищення рівня облікової ставки до 25 % річних у червні 2022 р. не зупинило процес стагнації на ринку гривневих строкових депозитів населення. Одним із чинників консервації обсягу вкладів фізичних осіб у національній валюті на поточному низькому рівні є вкрай неохоче та повільне підвищення банками депозитних ставок.

Висновки та рекомендації.

Аналіз основних проблем, що стоять на перешкоді зниження темпів інфляції в Україні, дає можливість окреслити наступні ключові інструменти їх вирішення:

1. Розглянути можливість зниження дохідності депозитних сертифікатів НБУ до рівня, зіставного з дохідністю ОВДП, що стимулюватиме банки частково переорієнтувати інвестиції у бік останніх, що дасть змогу фінансувати поточний бюджетний дефіцит переважно неемісійним шляхом (НБУ).

2. Забезпечити солідарну відповідальність, узгодженість та транспарентність дій державних інститутів у процесі реалізації монетарної політики (у т. ч. щодо таргету інфляції, рівня облікової ставки, вартості рефінансування, дохідності ОВДП та депозитних сертифікатів НБУ) шляхом координації та синхронізації заходів уряду та НБУ з використанням у якості дискусійної платформи Ради з фінансової стабільності (НБУ, КМУ, ОПУ).

3. Розглянути доцільність відновлення практики обов'язкового продажу частини валютної виручки експортерів на рівні 50-75 %, що має забезпечити зростання пропозиції безготівкової валюти на міжбанківському ринку, гарантувати стабільність курсу гривні як ключового чинника інфляції та позитивно вплинути на динаміку міжнародних резервів країни (НБУ).

4. Забезпечити зростання пропозиції на готівковому валютному ринку з метою задоволення додаткового попиту фізичних осіб шляхом активізації інтервенцій валютної готівки, що також має частково знизити платоспроможний

попит населення на споживчому ринку та позитивно вплинути на цінову динаміку (НБУ).

5. Ініціювати синхронне підвищення дохідності нових строкових депозитів населення у національній валюті на рівні чотирьох державних банків (що є лідерами на ринку банківських послуг та формують ключові тренди його розвитку) з метою «зв'язування» на депозитних рахунках частини грошової маси, яка «тисне» на ціни споживчого ринку та обумовлює негативну динаміку інфляції. Одночасне підвищення дохідності гривневих вкладів державними банками має змусити інших учасників ринку долучитись до цього тренду (Міністерство фінансів України).

6. Активізувати використання немонетарних інструментів антиінфляційної політики держави, що пов'язані зі зростанням пропозиції споживчих товарів, які знаходяться у розпорядженні Державного агентства резерву (паливо, продукти тривалого зберігання тощо) та зниженням негативного впливу монопольної / олігопольної поведінки учасників споживчого ринку, зокрема – мереж АЗС та торговельних мереж (КМУ, АМКУ).

Список використаних джерел

1. Коментар Національного банку щодо рівня інфляції у 2022 році URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/komentar-natsionalnogo-banku-schodo-rivnya-inflyatsiyi-u-2022-rotsi>
2. Інфляційний звіт НБУ. Жовтень 2022 року URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2022-Q4.pdf?v=4

Глазунов А.О.

Аспірант кафедри фінансів, НаУКМА

ВПЛИВ ОБЛІКОВОЇ СТАВКИ НА ПРОЦЕНТНІ СТАВКИ КОМЕРЦІЙНИХ БАНКІВ В УКРАЇНІ

Фінансова криза 2015-2016 років змусила уряд України розпочати низку банківських реформ. Зокрема, ключовою реформою був перехід до режиму інфляційного таргетування (далі - ІТ). Він допоміг стримати інфляцію та закріпити інфляційні очікування як домогосподарств, так і корпорацій. Режим ІТ має кілька каналів через які облікова ставка впливає на інфляцію. Змінюючи облікову ставку, центральний банк контролює вартість фінансових ресурсів, а отже і поведінку економічних агентів. Наприклад, процентний канал: високі