

НАПРЯМИ ЗНИЖЕННЯ ТЕМПІВ ІНФЛЯЦІЇ В УКРАЇНІ

Гладких Д. М., *центр економічних та соціальних досліджень НІСД*

Обґрунтування

Протягом 2022 р. переважна більшість країн світу стикнулася з безпрецедентним зростанням темпів інфляції, що пов'язано, зокрема, з порушенням логістичних ланцюжків, тенденцією збільшення цін на енергоносії та наслідками політики кількісного пом'якшення, якої дотримувались центробанки більшості розвинених країн упродовж попередніх років для протидії «ковідній» рецесії. З лютого поточного року вагомим драйвером цінового зростання у світі також стали розв'язані Росією повномасштабні воєнні дії в Україні. При цьому значне зростання цін протягом 2022 р. фіксують країни, що не беруть безпосередньої участі в збройному конфлікті, проте відчувають його наслідки. З безпрецедентним інфляційним викликом однаковою мірою стикаються як країни, що використовують власну національну валюту та мають у розпорядженні широкий інструментарій суверенної монетарної політики, так і країни з обмеженим монетарним суверенітетом, що входять до єврозони.

За підсумками вересня рівень споживчої інфляції в США становив 8,2 %¹, у Німеччині – 10,9 %, що є найвищим значенням з 1951 р. Серед країн ЄС найбільше цінове зростання за підсумками вересня фіксували Естонія (24,1 %), Литва (22,5 %), Латвія (22,0 %), Угорщина (20,7 %), Чехія (17,8 %), Нідерланди (17,1 %), Польща (15,7 %), Болгарія (15,6 %)². Зростання цін у євразоні в середньому становило 9,9 %, а в ЄС загалом – 10,9 %. Серед ключових чинників інфляції в євразоні найвагомим є зростання цін на енергоресурси (40,8 %) та харчові продукти, алкоголь і тютюн (11,8 %). Серед країн – сусідів України найвищий рівень інфляції у вересні зафіксовано в Туреччині (83,5 % – максимальне значення за останні 24 роки)³.

¹ Consumer Price Index Summary / U.S. Bureau of labor statistics. URL: <https://www.bls.gov/news.release/cpi.nr0.htm>

² Annual inflation up to 9.9 % in the euro area up to 10.9 % in the EU / Eurostat. Euroindicators. September 2022. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/15131946/2-19102022-AP-EN.pdf/92861d37-0275-8970-a0c1-89526c25f392?t=1666096228625>

³ Record inflation squeezes Turkish tobacco workers, owners / AP news. 2022. 03 Oct. URL: <https://apnews.com/article/inflation-middle-east-business-prices-a3791300fc2e6b32a095a5d4af540272>

В Україні у вересні 2022 р. споживча інфляція в річному вимірі пришвидшилася до 24,6 % (із 23,8 % у серпні). Зокрема, ціни на непродовольчі товари зросли на 18,8 % в річному вимірі (р/р) під впливом липневого коригування офіційного курсу гривні (з 29,25 до 36,57 грн / дол. США), обмеженого постачання нових партій товарів, вичерпання запасів та високих витрат на логістику. Ціни на оброблені продовольчі товари збільшилися на 25,5 % р/р, що пов'язано зі зростанням виробничих витрат бізнесу (зокрема на сировину, енергію та логістику) та високими цінами на світових ринках. Зростання вартості послуг становило 15,6 % р/р та містило збільшення вартості медичних послуг, інтернету, послуг закладів громадського харчування, оренди та ремонту житла. Зростання цін на сирі харчові продукти (40,9 % р/р) було зумовлено подорожчанням імпоротної продукції та скороченням внутрішнього виробництва через утрату частини аграрних площ та поголів'я. Одним із ключових чинників інфляції досі є динаміка цін на пальне, що подорожчало на 66,2 % р/р. Між тим, поточні темпи цінового зростання так само нижчі за базовий прогноз НБУ, опублікований в Інфляційному звіті за жовтень 2022 р. (30 % на кінець року), насамперед завдяки стабілізації цін на пальне. Попри аномальні умови функціонування економіки України в ситуації повномасштабної війни, поточні показники інфляції є зіставними з рівнем 2014 р. (24,9 %) та значно нижчі проти 2015 р. (43,3 %).

Більшість чинників цінового зростання в Україні (воєнні дії, порушення логістики, негативна цінова кон'юнктура енергоносіїв на світових ринках тощо) є екзогенними або форс-мажорними та не підлягають регулювальному впливу з боку Уряду та НБУ. **Водночас низка факторів інфляції в Україні є ендегенними, а їхній негативний вплив на динаміку цінового зростання може бути суттєво пом'якшений завдяки використанню комплексу заходів регулювання з боку держави.**

Серед основних внутрішніх чинників прискорення цінового зростання в Україні у 2022 р. варто відзначити такі:

– **Вимушена емісія, що реалізується через механізм викупу державного боргу в портфель НБУ.** На тлі загострення проблеми бюджетного дефіциту, спричиненого скороченням податкових та митних надходжень і зростанням витрат, пов'язаних із фінансуванням ЗСУ та соціальних виплат населенню, НБУ змушений активізувати пряме фінансування уряду у спосіб купівлі державних боргових цінних паперів, неодноразово наголошуючи, що таке фінансування має тимчасовий характер та спрямоване на покриття лише критичних видатків держави. Унаслідок цього обсяг інвестицій регулятора в боргові цінні папери держави протягом лютого – вересня 2022 р. зріс із 324 до 665 млрд грн, або більш ніж удвічі (*табл. 1*). Очевидно, що пролонгація практики фіскального домінування та фактично емісійного фінансування бюджетного дефіциту входить у суперечність з ключовим завданням НБУ, що полягає в забезпеченні помірних темпів інфляції та курсової стабільності гривні.

– **Недостатній рівень узгодженості дій державних інститутів у процесі**

реалізації монетарної політики. Банківська система України має у власному розпорядженні значний обсяг надлишкової ліквідності, яка розміщується у вигляді короткострокових депозитних сертифікатів НБУ на цілком привабливих для банків умовах із дохідністю 23 % річних (табл. 2). Зокрема, протягом лютого – вересня 2022 р. обсяг інвестицій банків у депозитні сертифікати НБУ зріс із 66 до 258 млрд грн, або майже вчетверо. На відміну від регулятора, протягом 2022 р. банки вкрай неохоче інвестували в ОВДП, що зумовлено насамперед суттєвим розривом між дохідністю ОВДП (14 % річних для 12-місячних паперів та 18,5 % річних для 18-місячних на 25.10.2022 р.⁴) та депозитних сертифікатів НБУ (23 % річних).

Однією з можливих платформ для формування 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 і дохідність депозитних сертифікатів НБУ) може стати Рада з фінансової стабільності, створена Указом Президента України в березні 2015 р. До її складу 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, спричинена скороченням валютних надходжень від експорту та зростанням попиту фізичних осіб на готівкову іноземну валюту.** Істотний 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 (за січень – серпень 2022 р. проти аналогічного періоду попереднього року відбулося скорочення з 50,0 до 37,3 млрд дол. США, або на 25 %) пропозиція безготівкової валюти на міжбанківському ринку також скорочується, що посилює тиск на валютний курс гривні та провокує її девальвацію.

В умовах війни додатковий тиск на курс гривні також формує не завжди раціональна поведінка населення, що створює більший попит на готівковому валютному ринку. Протягом лютого – вересня 2022 р. внаслідок зростання попиту фізичних осіб середньозважений курс готівкового долара США (табл. 3) зріс із 28,18 до 41,46 грн/дол. США при купівлі та з 28,49 по 41,64 грн/дол. США під час продажу.

Своєю чергою, девальвація гривні є потужним драйвером інфляції через зростання цін широкої номенклатури імпортованих товарів та сировини, передусім – енергоносіїв. Виходячи з цього, дотримання помірних темпів інфляції в Україні неможливе без забезпечення хоча б відносної курсової стабільності національної валюти. Проте для підтримки фіксованого курсу на безготівковому валютному ринку (з 24.02.2022 р. – на рівні 29,25 грн/дол. США, з 21.07.2022 р. – 36,57 грн/дол. США) НБУ протягом березня – вересня 2022 р. витратив (табл. 4) у вигляді інтервенцій

⁴ Результати розміщення облігацій внутрішніх державних позик на 25.10.2022 р. / НБУ. 2022. 01 лист.
URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp-table>

майже 16,6 млрд дол. США (в еквіваленті) з міжнародних резервів країни.

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

– **Низький рівень мотивації банків укладати строкові депозитні угоди, що перешкоджає санації грошової маси на банківських рахунках.** Обсяг банківських вкладів населення в іноземній валюті з початку війни практично не змінився та коливається в інтервалі 9,6–9,8 млрд дол. США. Депозити домашніх господарств у гривні з початку війни демонструють стійку тенденцію зростання, проте їхнє збільшення відбувається винятково завдяки коштам до запитання (з 282 до 415 млрд грн протягом лютого – вересня) (табл. 5).

Одним з ефективних інструментів переорієнтації вкладів населення з коштів до запитання в бік строкових депозитів у національній валюті може стати коригування нормативів обов'язкового резервування залучених коштів, що останній раз змінювалися на початку коронакризи в березні 2020 р. Ці нормативи, встановлені регулятором, визначають частку коштів у різних валютах, яка не може бути використана для активних операцій, натомість має залишатися на кореспондентському рахунку банку. Наразі кошти на поточних рахунках та строкові депозити в національній валюті резервуються за єдиною ставкою 0 %, в іноземній валюті – 10 %. Іншим заходом, спрямованим на зниження потенційно негативного впливу інфляційного «навісу» у вигляді значних залишків гривневих коштів на поточних вкладах населення, має стати синхронне та відчутне підвищення дохідності строкових гривневих депозитів (у вересні 2022 р. середньозважена ставка за новими гривневими депозитами населення до 1 року становила 10,3 % річних, що більш ніж удвічі нижче поточного рівня інфляції). Ініціаторами цього можуть стати підпорядковані Міністерству фінансів України державні банки, які загалом контролюють 54 % активів банківської системи та 59 % вкладів населення (на 01.09.2022 р.)

Отже, в умовах значного тиску з боку екзогенних (немонетарних) факторів інфляції для стримання інфляційних тенденцій важливо використовувати можливості впливу на ендогенні чинники інфляції, а саме:

– розглянути можливість зниження дохідності депозитних сертифікатів НБУ до рівня, зіставного з дохідністю ОВДП, що стимулюватиме банки частково переорієнтувати інвестиції в бік останніх – це дасть змогу фінансувати поточний бюджетний дефіцит переважно неемісійним шляхом (НБУ);

– забезпечити солідарну відповідальність, узгодженість і транспарентність дій державних інститутів у процесі реалізації монетарної політики (у т. ч. щодо таргету інфляції, рівня облікової ставки, вартості рефінансування, дохідності ОВДП і депозитних сертифікатів НБУ) за допомогою координації та синхронізації заходів уряду та НБУ з використанням як дискусійної платформи Ради з фінансової

стабільності (*НБУ, КМУ, ОПУ*);

– ініціювати синхронне підвищення дохідності нових строкових депозитів населення в 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 зумовлює негативну динаміку інфляції. Одночасне підвищення дохідності гривневих вкладів державними банками має змусити інших учасників ринку долучитися до цього тренду (*Міністерство фінансів України*);

– відновити диференціальні нормативи обов'язкового резервування залучених коштів для гривневих пасивів банків з метою активнішого залучення ними строкових депозитів у гривні, що стимулюватиме санацію коштів населення на строкових депозитних рахунках та знижуватиме платоспроможний попит фізичних осіб на споживчому ринку. Запропоновано залишити нульове резервування лише строкових вкладів у гривні, а поточні гривневі пасиви резервувати за ставкою 3–5 %, що має підвищити мотивацію банків залучати саме строкові гривневі депозити (*НБУ*).

ДОДАТКИ

Таблиця 1

Динаміка обсягу ОВДП в портфелі НБУ
у січні – вересні 2022 р., на кінець періоду, млрд грн

01.2022	02.2022	03.2022	04.2022	05.2022	06.2022	07.2022	08.2022	09.2022
322	324	348	406	447	555	589	627	665

Джерело: дані статистичної звітності НБУ.

Таблиця 2

Динаміка обсягів ОВДП та депозитних сертифікатів НБУ в портфелі банків
у січні – вересні 2022 р., на кінець періоду, млрд грн

Показник / Період	01.2022	02.2022	03.2022	04.2022	05.2022	06.2022	07.2022	08.2022	09.2022
ОВДП	613	573	584	584	583	562	590	571	563
Сертифікати НБУ	124	66	142	168	163	189	201	215	258

Джерело: дані статистичної звітності НБУ.

Таблиця 3

Середньозважений курс долара США до гривні
за операціями з готівковою іноземною валютою, за період

Показни к / Період	01.2022	02.2022	03.2022	04.2022	05.2022	06.2022	07.2022	08.2022	09.2022
Продаж	28,14	28,49	30,16	31,13	34,92	35,48	37,76	40,10	41,64
Купівля	28,01	28,18	29,25	30,42	34,52	35,17	37,33	39,88	41,46

Джерело: дані статистичної звітності НБУ.

Таблиця 4

Інтервенції НБУ на безготівковому валютному ринку,
сальдо, за період, млн дол. США

01.2022	02.2022	03.2022	04.2022	05.2022	06.2022	07.2022	08.2022	09.2022
1 314	310	1 776	2 203	3 354	3 960	1 195	1 330	2 753

Джерело: дані статистичної звітності НБУ.

Таблиця 5

Динаміка банківських вкладів фізичних осіб у розрізі валют та строків,
на кінець періоду

Показник / Період	01.202 2	02.202 2	03.202 2	04.202 2	05.202 2	06.202 2	07.202 2	08.202 2	09.202 2
Депозити домашніх господарств у іноземній валюті, млрд до л. США	10,3	9,7	9,6	9,6	9,7	9,7	9,6	9,7	9,8
Депозити домашніх господарств у гривні, млрд г рн	482	475	542	553	551	580	579	587	596
у т. ч. поточні, млрд г рн	282	282	358	372	371	401	400	408	415
у т. ч. строкові, млрд грн	200	193	184	181	180	180	179	179	181
Середньозваже на ставка за новими строковими депозитами домашніх господарств у гривні до 1 року, %	7,4	7,5	7,5	6,5	6,1	7,4	9,1	9,2	10,3

Джерело: дані статистичної звітності НБУ.