

СТІЙКІСТЬ УКРАЇНИ ПЕРЕД КРИЗАМИ: ІНФЛЯЦІЯ



ПІДГОТУВАВ:

Юрій Гайдай, старший економіст ЦЕС

ДАТА:

8 грудня 2021 р.

ЗМІСТ

1. Поточна ситуація та заходи НБУ	3
2. Інфляційне таргетування, як відповідь на ризики	5
3. Рекомендації	8

Центр економічної стратегії – незалежний центр досліджень державної політики. Завдання ЦЕС – підтримка реформ в Україні з метою досягнення стійкого економічного зростання країни. Центр робить внесок у розробку стратегії економічного зростання України, здійснює незалежний аналіз найбільш важливих аспектів державної політики, а також працює над посиленням громадської підтримки реформ. Заснований у травні 2015 року.

Наші принципи:

- Економічна свобода (лібералізація, дерегуляція, приватизація)
- Вільна та чесна конкуренція
- Менша роль держави за підвищення її ефективності
- Інформаційна прозорість та свобода слова
- Верховенство права та захист приватної власності
- Здорові та стабільні державні фінанси
- Економіка, що створена на засадах знань.

Для більш детальної інформації про ЦЕС просимо звертатися до В'ячеслава Ноздріна, директора з комунікацій (тел.: (044) 492-7970, office@ces.org.ua).

Також запрошуємо відвідати наш сайт www.ces.org.ua та слідкувати за нами у соціальних медіа facebook.com/cesukraine чи twitter.com/ces_ukraine.

Це дослідження було представлено ЦЕС в рамках Програми сприяння громадській активності «Долучайся!», що фінансується Агентством США з міжнародного розвитку (USAID) та здійснюється Раєт в Україні.

Зміст дослідження є винятковою відповідальністю Раєт та його партнерів і не обов'язково відображає погляди Агентства США з міжнародного розвитку (USAID) або уряду США.

It is important for the public to understand the central bank's actions, to the greatest extent possible, not only for reasons of democratic legitimacy [...] but also in order for monetary policy to be most effective. For not only do expectations about policy matter, but, at least under current conditions, very little else matters.

Central-Bank Communication and Policy Effectiveness

Michael Woodford

Інфляційні ризики підважують стійкість країни через зменшення схильності бізнесу до інвестицій, погіршення ефективності факторів виробництва та державних витрат, розриви у логістичних та виробничих ланцюжках, збільшення непевності економічних агентів та, зрештою, пригнічення економічного зростання.

У цій записці представлений аналіз Центру економічної стратегії та думки експертів-панелістів, які взяли участь у форумі «Стійкість України перед кризами: погляд у найближче майбутнє»¹, організованому Центром економічної стратегії 8 грудня 2021 року.

1. ПОТОЧНА СИТУАЦІЯ ТА ЗАХОДИ НБУ

Після стрибка інфляції та економічної кризи 2014-2015 років, викликаних насамперед агресією Росії проти України, зважена монетарна та бюджетна політики дали свої результати у вигляді однознакової інфляції у 2018 році (9,8%) та інфляції в рамках цільового діапазону Національного банку у 2019 (4,1%) та 2020 (5%) роках.

Наприкінці 2020 року інфляція у світі прискорила завдяки динамічному відновленню світової економіки після коронавірусного шоку: відкладений попит, стимулюючі монетарні та фіскальні заходи у поєднанні з розривами глобальних ланцюжків постачання спричинили зростання цін. До глобальних рухів інфляції додалося подорожчання енергоносіїв, передусім – природного газу. У листопаді 2021 темпи інфляції досягнули рекордних 4,9% у Єврозоні та 6,8% у США.

Рис. 1. Річна інфляція в Єврозоні, листопад 2021



Джерело: Eurostat Flash estimate 133/2021

¹ <https://ces.org.ua/ukraines-resilience-to-crises/>

У рамках світового тренду почала зростати й інфляція в Україні. У січні 2021 показник інфляції вийшов за межі цільового коридору, а Національний банк переглянув прогноз інфляції з 6,5% до 7%, очікуючи поживлення споживчого попиту, зростання витрат на оплату праці (зокрема через підвищення мінімальної заробітної плати), подорожчання енергоносіїв та наслідків гіршого врожаю 2020 року.

Однак споживчі ціни прискорилися понад очікування НБУ, досягнувши пікового річного приросту в 11% у вересні 2021, практично зберігши темпи у жовтні (10,9%) та знизивши темпи зростання у листопаді до 10,3%.

Реагуючи на динаміку ІСЦ, Національний банк з березня 2021 підняв облікову ставку на 300 п.п. Останнє підвищення відбулося 10 грудня, коли облікова ставка була підвищена з 8,5% до 9%. Зауважимо, що більшість опитаних у рамках ІСУ Барометр² експертів вважали таке підвищення доцільним, але очікували, що НБУ збереже ставку на рівні 8,5%.

Сергій Ніколайчук, заступник голови НБУ:

«Інфляція уповільнюється, але вона все ж залишається вище рівня, який ми прогнозували у жовтневому інфляційному звіті. Також важливою є структура [інфляції]. [...] В першій половині року основну роль відігравали фактори на стороні пропозиції, але зараз на першу роль виходять ефекти перенесення цих цін на більш широкий спектр товарів та послуг. Це не може нас не турбувати, ми бачимо, що базова інфляція підвищилася до 7,7%. Крім того ми бачимо, що на інфляцію може вплинути ситуація на валютному ринку, на фінансових ринках, внаслідок посилення енергетичної кризи, також ціни на зерно залишаються вищими, ніж ми закладали у свої прогнози, і ми бачимо, що інфляційні очікування маржинально, але все-таки погіршуються».

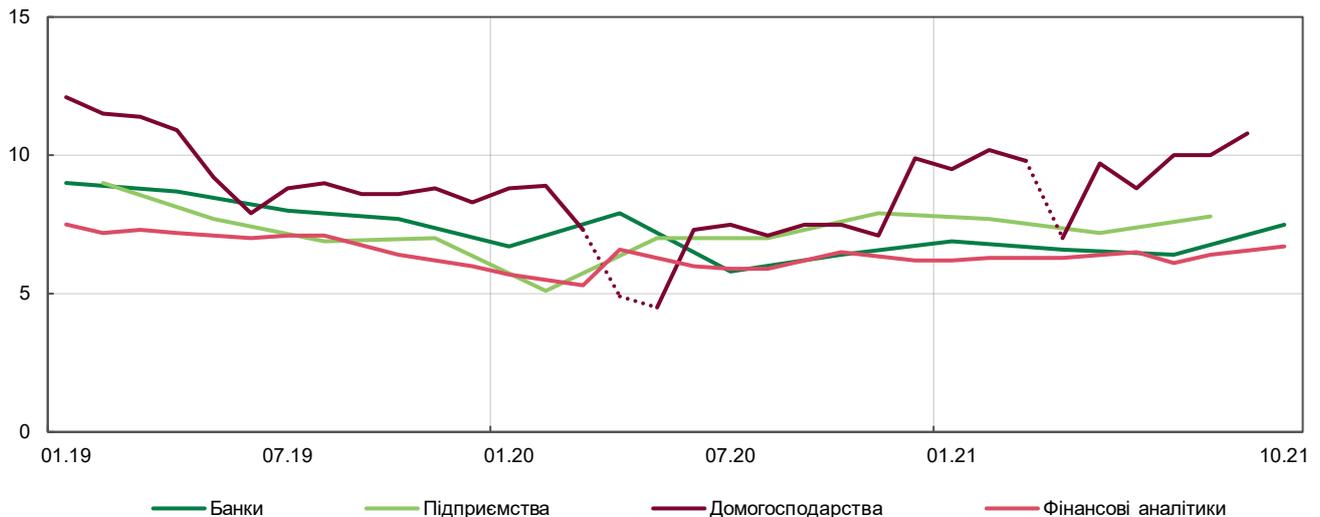
Також із жовтня 2021 НБУ припинив надавати довгострокове рефінансування та відсоткові свопи для українських банків і підняв ставки рефінансування на +1 п.п. до облікової, з метою обмежити пропозицію грошей в економіці.

Важливо вчасно вживати заходи для повернення інфляції до оптимального рівня, визначеного центральним банком, оскільки негативний граничний вплив приросту показника інфляції на економічне зростання є найістотнішим біля верхньої межі цільового діапазону, а також існує ризик виникнення інфляційної спіралі через зростання інфляційних очікувань бізнесу та громадян, що, своєю чергою, потягне за собою зростання зарплат та орендних ставок.

Згідно з останніми замірами, інфляційні очікування підприємств та банків досі залишаються нижчими від показників 2019 року, водночас інфляційні очікування домогосподарств зростають динамічніше (див. Рис. 2).

² <https://www.facebook.com/ICUua/posts/4653031651475424>

Рис. 2. Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



Джерело: Інфляційний звіт Національного банку України за жовтень 2021

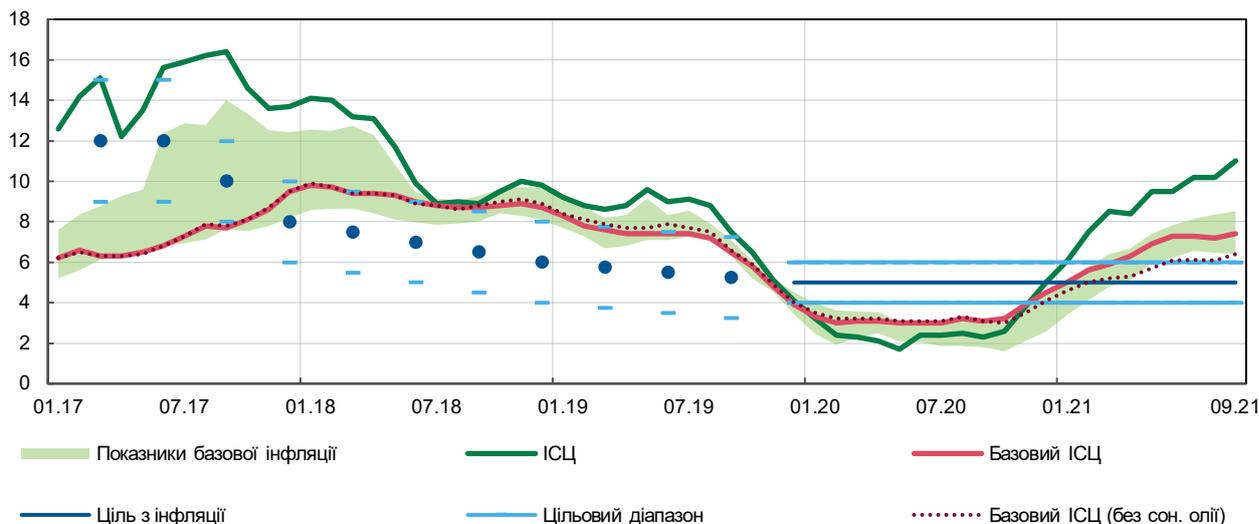
2. ІНФЛЯЦІЙНЕ ТАРГЕТУВАННЯ, ЯК ВІДПОВІДЬ НА РИЗИКИ

Режим інфляційного таргетування є середньо- та довгостроковим інструментом адресування інфляційних ризиків. Суть таргетування полягає в тому, що центральний банк встановлює цільовий рівень інфляції, який він вважає оптимальним для розвитку економіки та досягнення поставлених перед ним завдань, і базує подальшу монетарну політику на інфляційному прогнозі, а саме – на його розбіжності із цільовою інфляцією.

Ключовим інструментом монетарної політики є облікова ставка, тобто вартість кредитів центрального банку. У разі, якщо прогнозна інфляція перевищує цільову, центральний банк провадить жорсткішу монетарну політику, спрямовану на обмеження пропозиції грошей в економіці, зокрема – через підвищення облікової ставки. І навпаки, якщо прогнозована інфляція нижча за цільову, центральний банк здійснює стимулюючу монетарну політику, спрямовану на збільшення пропозиції грошей.

Національний банк України перейшов до інфляційного таргетування на початку 2016 року. Схваливши 21 грудня 2016 року «Основні засади грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу», Рада НБУ формалізувала режим інфляційного таргетування і встановила низхідну траєкторію цільових показників для річної зміни індексу споживчих цін, з виходом на цільову інфляцію $5\% \pm 1$ п.п. з грудня 2019 року.

Рис. 3. ІСЦ (станом на кінець періоду, % р/р), інфляційні цілі та тренд



Джерело: Інфляційний звіт Національного банку України за жовтень 2021

Незалежність Національного банку України та довіра учасників ринку та громадян до його політики є вирішальним фактором, і за теперішніх обставин – достатнім для того, аби уникнути гіперінфляції.

Однак є низка факторів, які можуть інфляцію прискорити.

Таблиця 1. Оцінка інфляційних ризиків НБУ

Ступінь впливу на базовий сценарій	Слабкий			
	Помірний	Зниження врожаю основних с/г культур	Посилення трудової міграції та зростання зарплат	Погіршення умов торгівлі Посилення карантинних заходів
	Сильний		Ескалація військового конфлікту Гальмування співпраці з МВФ	Інфляційний сплеск у світі, стагфляція, вплив капіталу з ЕМ
		Низька (<15%)	Середня (15-25%)	Висока (25%-50%)
		Імовірність настання ризику		

Джерело: Інфляційний звіт Національного банку України за жовтень 2021

а) Девальвація

На даний момент гривня не видається переоціненою, її курс формується ринком. Протягом 2021 року НБУ, здійснюючи валютні інтервенції, придбав валюти на \$3 665,7 млн та продав на \$1 139,2 млн, відтак чисте придбання склало \$2 526,5 млн.

Очікування бізнесу щодо курсу гривні у найближчі 12 місяців, згідно із щоквартальним опитуванням НБУ, покращилися з 28,71 грн/\$1 у червні до 28,50 грн/\$1 у вересні, відтак істотного тиску через девальваційні очікування немає.

Однак залишається ризик впливу на інфляцію різкої девальвації гривні у випадку зовнішніх подій, зокрема – реалізації безпекових ризиків.

б) Подальше зростання глобальних цін на продовольство та енергоносії, затягування піку інфляції в ЄС та США

Подальше зростання глобальних цін на продовольство та енергоносії є імовірним. Однак доволі поміркована фіскальна політика (дефіцит бюджету 2022 очікується на рівні 3,5% ВВП) не стимулюватиме внутрішній попит, відтак виробники та ритейлери, імовірно, не перекладатимуть витрати повністю на кінцевого споживача, а візьмуть частину витрат на себе.

У травні 2021 року Кабінет Міністрів України прийняв постанову №586, якою схвалено прогноз на 2022 рік. Зростання ціни на опалення закладено на рівні 6%, на воду – 11%, на електроенергію – 0%, на газ – 13%. Також Меморандумом між урядом та місцевими органами влади забезпечено продаж газу населення за ціною у декілька разів меншою від ринкової. У разі, якщо надвисокі ціни на енергоносії протримаються до наступного опалювального сезону, виникне необхідність приведення вартості комунальних послуг до економічно виправданих. Це призведе до реалізації відкладеного впливу на інфляцію. У разі зниження цін на енергоносії наступного року до прогнозованих НБУ середньорічних \$460 за м³, можна розраховувати, що цей фактор буде абсорбовано коштом бюджетних видатків.

Олексій Блінов, начальник аналітичного відділу «Альфа-Банк Україна»:

«Завдяки замітанням під килим енергетичної інфляції, яка є у всьому світі, у нас буде відкладена інфляція – в моменті нижча, але вона буде довшою. На наступний рік ми прогнозуємо більше 8%».

«Нічого не можна зробити [монетарними методами] з інфляцією для бізнесу, те, що буде штовхати споживчу інфляцію – тарифи зросли, добрива».

«В країні з двозначним зростанням номінальних зарплат ми не можемо очікувати інфляції, як у країнах, де зарплати зростають на 5% за рік».

в) Ковід

Імовірні локдауни, викликані поширенням нових варіантів ковіду, впливатимуть на інфляцію в бік пониження – короткостроково – за рахунок відкладення попиту і в бік посилення – середньостроково – за рахунок накладення відкладеного попиту на розриви глобальних логістичних ланцюжків та перебої на виробництвах.

Ефективність трансмісійного механізму

За оцінками Сергія Ніколайчука, монетарного інструментарію НБУ вкупі з поміркованою фіскальною політикою буде достатньо для того, щоб обмежити вплив існуючих факторів та привести інфляцію до цільового діапазону до кінця 2022 року. Але думки на ринку із цього приводу розходяться.

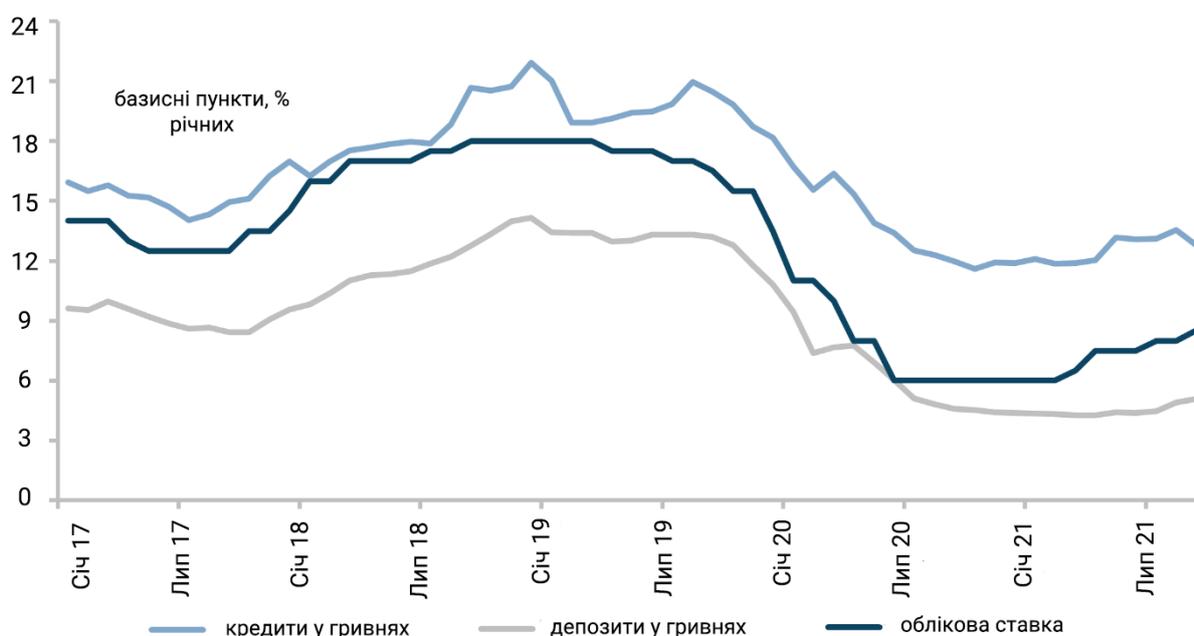
Олексій Блінов, начальник аналітичного відділу «Альфа-Банк Україна»:

«В Україні більше половини інфляції перебуває поза межами [впливу монетарної політики]. [Не повинно бути ілюзій, що] монетарні інструменти працюють, як регулятор батареї».

Дієвість монетарної політики залежить від ефективності трансмісійного механізму, тобто перенесення змін облікової ставки в економіку – через вартість залучення ресурсів комерційними банками, рівень ставок за кредитами та вартість інших інструментів фондування.

Заступник голови НБУ Сергій Ніколайчук виділяє декілька факторів, які нині обмежують ефективність трансмісійного механізму, тобто перенесення змін облікової ставки в економіку: 1) значна надлишкова ліквідність, яка позбавляє банки потреби залучати фондування з ринку; 2) поведінка маркет-мейкерів депозитного ринку, які намагаються скоротити свою частку на ньому шляхом збереження низьких ставок; 3) слабкий фондовий ринок та, як наслідок, брак інструментів фондування, вартість яких залежала б від облікової ставки.

Рис. 4. Динаміка облікової ставки (% р/р), вартості кредитів та депозитів



3. РЕКОМЕНДАЦІЇ

Крім продовження дії режиму інфляційного таргетування, державі необхідно берегти інституційну незалежність та компетенції НБУ, що транслюватиметься у відповідальну та якісну монетарну політику та довіру до регулятора, а також здійснювати відповідальну фіскальну політику.

Сергій Ніколайчук, заступник голови Національного банку України³:

«В наших умовах прогнозованість фіскальної політики – дуже важливий елемент. Підвищення соціальних стандартів темпами, які узгоджені зі зростанням продуктивності праці, – це важливий елемент. В цьому році чинником інфляції стало підвищення високими темпами соціальних стандартів та зарплат працівників медичної сфери.

Якщо говорити про майбутнє – виважена фіскальна політика передусім, виважені рішення щодо соціальних стандартів, виважена антимонопольна політика – це те, де ми потребуємо підтримки інших органів влади».

Необхідно інтенсифікувати вакцинальну кампанію, щоб уникнути ризиків жорстких карантинних заходів, можливих шоків пропозиції (розривів ланцюжків постачання) та потреби в стимулюючих фіскальних заходах.

Потрібно розглянути приведення регульованих цін на енергоносії та похідні послуги до ринкових до початку наступного поточного опалювального сезону. Тривале регулювання цін адміністративними методами на значних обсягах призводить до істотних дисбалансів у економіці.

Сергій Ніколайчук, заступник голови Національного банку України:

«Коли ми говоримо про обмеження цін на якомусь рівні – це механізм, який призводить до дисбалансів в економіці. І хтось обов'язково має за це платити – одні чи інші учасники ринку. Такий механізм може працювати у короткостроковому періоді, але не у довгостроковому».

Віктор Козюк, член Ради Національного банку України⁴:

«Інфляційне таргетування ефективне. Існує суттєва обумовленість рівня інфляції інституційними факторами. Якщо ми хочемо, щоб інфляція була нижчою та стійкішою, ми маємо говорити не про відхилення від цілі, а про зниження цілі. Таргетування потрібно супроводжувати структурними реформами. Ті країни, які не здійснюють структурні реформи, залишаються і без структурних реформ, і з вищою інфляцією та більшим відхиленням інфляції від цільової».

³ Тут і далі цитати Сергія Ніколайчука з інтерв'ю для ЦЕС від 10 грудня 2021

⁴ Цитата з виступу на форумі ЦЕС «Стійкість України перед кризами: погляд у майбутнє»