

Карпенко Г.В.,

кандидат економічних наук,
завідувач відділу міжнародних фінансів
та державного боргу
Науково-дослідного фінансового інституту
Академії фінансового управління
Міністерства фінансів України

Башко В.Й.,

старший науковий співробітник
відділу міжнародних фінансів та державного боргу
Науково-дослідного фінансового інституту
Академії фінансового управління
Міністерства фінансів України

АНАЛІЗ ОСНОВНИХ ФАКТОРІВ ІНФЛЯЦІЇ В УКРАЇНІ

Розглянуто основні причини сплеску інфляції в Україні за останні декілька років. Досліджено дві гіпотези щодо причин цього явища: зростання витрат і зростання внутрішнього попиту. Виявлено кількісний вплив монетарних, валютно-курскових і фіскальних факторів.

The article treats of main reasons of inflation spike in Ukraine over the last few years. Two hypothesis on this issue are investigated: as a result of rising expenses and growing domestic demand. Quantitative effect of monetary, exchange and fiscal determinants is discovered.

Проблема різкого сплеску інфляції у 2006—2007 роках в Україні є досить популярною серед вітчизняних науковців та, здавалося б, дослідженою, аби продовжувати дискусію з цього приводу. Проте й до сьогодні відсутня спільна точка зору на це питання, що обумовлено різними науковими підходами до її оцінки та спробами органів влади, які мають підтримувати цінову стабільність у країні, перекласти відповідальність за це один на одного.

Про незавершеність дослідження проблеми інфляції 2006—2007 років свідчить і наукова дискусія в останніх публікаціях на цю тему. Серед них варто звернути увагу на праці таких авторів, як А. Шаповалов, В. Литвицький та П. Порошенко. Так, А. Шаповалов¹ зазначає, що локомотивом зростання інфляції є збільшення внутрішнього попиту внаслідок різкого зростання реальної заробітної плати й активної соціальної політики уряду, водночас наголошуючи на незначній ролі монетарних факторів інфляції. В. Литвицький наводить широкий спектр інфляційних факторів, зазначаючи при цьому, що “між емісією та інфляцією немає жорсткої прямої кореляції”². Спільним лейтмотивом вищезгаданих та інших робіт є констатація того, що монетарні фактори відігравали другорядну роль у продукуванні високої інфляції.

¹ Шаповалов А. Системні особливості розвитку інфляційних процесів в Україні // Вісник НБУ. — 2007. — № 12. — С. 3—7.

² Литвицький В. Реінфляція — 2007 // Вісник НБУ. — 2008. — № 2. — С. 2—11.

Значущість цих висновків не викликає сумніву, однак, на нашу думку, невинувато мало уваги приділено впливу монетарних факторів. Тому метою статті є передусім дослідження впливу саме цих факторів на зростання інфляції у 2006—2007 роках в Україні.

В економічній теорії традиційно виділяють два первинних фактори поширення інфляції: зростання попиту і зростання собівартості виробництва. Інфляція попиту обумовлюється перевищенням темпами зростання кількості грошей в економіці темпів зростання товарного виробництва. У результаті порушується рівновага між реальною й монетарною складовими, що запускає механізм цінової корекції, який полягає у пристосуванні цін на товари, послуги і працю до існуючої кількості грошей. Відсутність рівноваги між монетарною й реальною складовими не обов'язково обумовлюється збільшенням кількості грошей — така ситуація може виникнути і в разі зменшення обсягів виробництва товарів і послуг, як це відбувалося в Україні у 1995—1999 роках в умовах жорсткої монетарної політики.

В основі поширення інфляції витрат лежать не монетарні, а виробничі фактори. Зростання витрат на виробництво змушує його власника робити вибір: або збільшити ціну на готову продукцію, щоб не зменшити рентабельності виробництва, або знизити обсяги її виробництва, що в кінцевому підсумку також призведе до зростання цін внаслідок зниження пропозиції товарів і послуг по відношенню до номінального попиту.

Зростання собівартості виробництва може відбуватися, по-перше, внаслідок зростання цін на основні складові собівартості продукції, якими є сировина, енергоносії та заробітна плата; по-друге, внаслідок збільшення споживання складових собівартості у виробничому процесі через зношеність основних фондів, технологічне відставання, погіршення умов виробництва (це стосується передусім гірничодобувної галузі), зростання витрат, пов'язаних із нейтралізацією негативного впливу виробничого процесу на екологію тощо. Ще одним фактором зменшення рентабельності виробництва може бути високий податковий тиск на виробника, внаслідок чого держава вилучає до бюджету значну частину його доходів.

Слід зазначити, що розмежування інфляції попиту й витрат здійснюється з метою визначення першопричини виникнення інфляції та є досить умовним, оскільки фактори інфляції попиту одночасно активізують інфляцію витрат і навпаки. На практиці дуже важко визначити, який первинний фактор — попит чи витрати — дав імпульс інфляційній спіралі.

У працях вітчизняних науковців, де наведено перелік факторів активізації інфляційних процесів 2004—2007 років, відсутній розподіл за приналежністю до інфляції витрат чи попиту, що не дає змоги проаналізувати їх кількісні впливи на показники інфляції. У нашому дослідженні ми відокремимо ці фактори, мотивуючи це таким: якщо собівартість виробництва продукції та надання послуг разом

із прибутком підприємця перевищує існуючу ціну на продукцію, то в середньотадовгостроковому періодах (більше року) відбудеться корекція ціни в бік збільшення, оскільки, за відсутності такої корекції, підприємці втрачають стимули для організації процесу розширеного відтворення. Тобто за будь-яких умов ціна продукції у середньотадовгостроковому періодах не буде нижчою за собівартість і нормальний прибуток. А збільшення попиту в разі підвищення ціни внаслідок зростання собівартості є похідним явищем, а отже, таку інфляцію вважатимемо інфляцією витрат. Якщо ж темпи фактичної інфляції перевищують темпи розрахункової інфляції витрат, то різниця пояснюється дією інфляції попиту.

Ключовими факторами інфляції витрат у 2004—2007 роках стало зростання ціни на енергоносії та номінальної заробітної плати. У собівартості виробництва ці статті витрат становлять близько 30 %, а вартість енергоносіїв і номінальної зарплати за рік збільшилась на 64 %. Зокрема, за звітами Міністерства вугільної промисловості, собівартість вугілля у 2004—2007 роках зросла відповідно на 29, 28, 21 і 31 %. Ціна імпортного газу зросла з 6,4 % у 2005 році до 63,8 % у 2006-му, бензину — з 2,4 % у 2005 році до 39 % у 2007-му, дизпалива — з 11 % у 2005 році до 45 % у 2007-му.

Для розрахунку кількісного впливу вищезгаданих факторів проведемо економічний аналіз. Основними видами енергоносіїв в Україні є вугілля, частка якого в собівартості вітчизняної продукції становить близько 1,9 %, імпортний газ — близько 2 %, бензин — 1,3—1,9 %, дизпаливо — 1,8—2,3 %, мазут — 0,1—0,3 % відповідно (табл. 1).

За собівартість вітчизняної продукції взято різницю між валовим випуском товарів і послуг та отриманим фінансовим результатом до оподаткування. Атомна енергія не бралася до уваги через відсутність даних щодо підвищення цін на сировину. Інфляція витрат за рахунок зростання цін на енергоносії розраховувалася шляхом множення частки витрат на цей вид палива у структурі собівартості продукції в попередньому році на показник зростання цін на нього. Крім того, було враховано бажання бізнесу отримувати певний зиск від здійснення своїх підприємницьких функцій, що дорівнює середньому показнику норми рентабельності за витратами, що склалася у 2000—2003 роках (коли, на нашу думку, були відсутні ознаки існування інфляції попиту) на рівні 4 %.

Отримані результати засвідчили досить помірний вплив зростання вартості енергоносіїв на інфляцію. Зокрема, інфляція витрат за рахунок цього фактора становила у 2004 році 1,6 %, у 2005-му — 1 %, у 2006-му — 1,8 %, у 2007-му — 3,1 %. У результаті проведення за аналогічною методикою розрахунку інфляційних наслідків підвищення номінальних заробітних плат отримано такі дані: у 2004 році — 5,8 %, у 2005-му — 9,1 %, у 2006-му — 5,7 %, у 2007 році — 7,1 %.

Разом із тим зазначимо, що застосування методики розрахунку дослідження впливу зростання заробітних плат на інфляційні процеси є не зовсім коректним, оскільки ґрунтується на припущенні, що заробітна плата розглядається як

Таблиця 1. Визначення інфляції витрат у 2003—2007 роках в Україні методом економічного аналізу

Рік	Валовий випуск продукції, млрд грн	Собівартість продукції, млрд грн	Ціни					Споживання					Інфляція за рахунок зростання цін на енергоносії*, %	Зростання номінальної зарплати**, %	Оплата праці найманих працівників, млрд грн	Інфляція за рахунок зростання номінальної зарплати**, %	Інфляція витрат, %
			Вугілля, грн/т	Імпортний газ, дол. США/1000 м ³	Бензин, тис. грн/т	Дизпаливо, тис. грн/т	Мазут, тис. грн/т	Вугілля, млн т	Імпортний газ, млрд м ³	Бензин, млн т	Дизпаливо, млн т	Мазут, млн т					
2003	604,0	584,0	166,0	47,0	3,0	2,6	1,2	63,0	53,0	3,6	5,2	0,8	—	19,5	122,0	—	—
2004	810,0	765,0	214,0	55,0	3,3	3,1	1,2	67,0	53,0	3,7	5,6	0,7	1,6	27,7	157,0	5,8	7,4
2005	996,0	931,0	273,0	58,0	3,4	3,5	2,1	66,0	52,0	3,7	5,1	0,7	1,0	44,9	217,0	9,1	10,1
2006	1202,0	1125,0	329,0	95,0	3,8	3,7	2,3	64,0	51,0	4,4	5,5	1,1	1,8	25,1	265,0	5,7	7,5
2007	1616,0	1494,0	432,0	130,0	5,3	5,4	4,2	71,0	49,0	5,0	6,0	1,5	3,1	31,1	353,0	7,1	10,2

*3 урахуванням 4 % рентабельності за витратами.

**Грудень до грудня попереднього року.

Джерело: розраховано авторами на основі даних Держкомстату України та Міністерства палива та енергетики України.

незалежна змінна, а це не відповідає дійсності. Повністю незалежними від інфляції попиту є ціни на імпортований газ, тоді як заробітна плата, хоч із запізненням, здатна реагувати на збільшення монетарної бази. Тобто реальний вплив зростання заробітних плат на інфляційні процеси є меншим через існування зворотних зв'язків. Водночас ми не врахували ряд інших складових собівартості випуску, зокрема імпорту товарів і послуг, що використовується у виробничому процесі та наданні послуг, який не залежить від внутрішнього номінального попиту.

Незважаючи на деяке спрощення, ми вважаємо, що наведені результати адекватно відображають показники інфляції витрат, яка спостерігалася б у разі відсутності інфляції попиту. Зокрема, у 2004 році інфляція витрат становила 7,4 % (менше від фактичної на 4,9 %), у 2005-му — 10,1 % (менше на 0,2 %), у 2006-му — 7,5 % (менше на 4,1 %), у 2007 році — 10,2 % (на 6,4 % менше від фактичної).

Про домінування факторів інфляції попиту над інфляцією витрат можна судити, застосовуючи й інші опосередковані методи, зокрема вивчаючи складові доданої вартості у структурі номінального обсягу реалізації товарів і послуг, які реагують на диспропорції у темпах зростання попиту і пропозиції. Зростання внутрішнього попиту понад спроможність вітчизняних товаровиробників покривати його відповідною товарною масою надає останнім можливість установлювати рівень рентабельності за витратами вище рівня, який би спостерігався за відсутності надмірного попиту, конкурувати один із одним за робочу силу шляхом

підвищення заробітної плати і водночас із самими найманими працівниками з приводу розподілу новоствореної валової доданої вартості. Враховуючи те, що збільшення рентабельності за витратами — це, по суті, збільшення плати підприємцю за організацію виробництва, що здійснюється підвищенням ціни на готову продукцію виходячи зі співвідношення між попитом на продукцію й тим обсягом продукції виробництва, який підприємець і його конкуренти спроможні організувати, можна дійти висновку, що надзвичайно різке збільшення рентабельності за витратами починаючи із 2004 року зумовлено зростанням внутрішнього попиту.

Як видно із табл. 2, у 2000—2003 роках максимальна рентабельність за витратами становила 4,2 %. Проте починаючи з 2004 року норма рентабельності різко зростає: у 2004 році — з 3,4 % до 5,8 %, у 2005-му — до 6,9 %, у 2006-му — до 6,8 %, у 2007 році — до 8,1 %. Це підтверджує наші припущення щодо реакції товаровиробників на надмірне зростання внутрішнього попиту підвищенням норми рентабельності. Збільшення рентабельності за витратами відбувається за рахунок збільшення ціни. Виходячи з того, що збільшення норми рентабельності у 2004—2007 роках — це похідна від надмірних зовнішніх надходжень, а збільшення інфляції відбувається за рахунок збільшення норми рентабельності за витратами, ми можемо визначити вплив збільшення номінального попиту на інфляцію, визначивши різницю у відсотках між фактичним номінальним обсягом реалізації товарів і послуг та номінальним обсягом реалізації, який спостерігався б у разі збереження рентабельності 2000—2003 років на рівні 4 %. Розрахована за такою методикою інфляція внутрішнього попиту у 2004 році становила 1,8 %, у 2005-му — 2,8 %, у 2006-му — 2,7 %, у 2007 році — 4 % (табл. 3).

Порівнюючи показники інфляції попиту, визначеної на основі збільшення рентабельності за витратами, та інфляції попиту як різниці між фактичною

Таблиця 2. Вплив зростання рентабельності за витратами на інфляцію в Україні у 2000—2007 роках

Рік	Фінансові результати від звичайної діяльності до оподаткування, млрд грн	Рентабельність за витратами, %	Частка прибутку у ВВП, %	Інфляція за рахунок зростання рентабельності понад 4 %, %	Оплата праці найманих працівників, млрд грн	Частка оплати праці у ВВП, %
2000	13,9	3,9	8,2	—	57,8	42,3
2001	18,7	4,2	9,2	—	71,9	42,3
2002	14,6	3,0	6,5	—	86,4	45,7
2003	19,6	3,4	7,3	—	103,1	45,7
2004	44,6	5,8	12,9	1,8	122,2	45,6
2005	64,4	6,9	14,6	2,8	157,5	49,1
2006	76,3	6,8	14,0	2,7	216,8	48,8
2007	121,4	8,1	17,1	4,0	265,4	49,7

Джерело: розраховано авторами на основі даних Держкомстату України.

Таблиця 3. Показники інфляції попиту, розраховані за різними методиками, %

Рік	Зростання цін за рахунок росту рентабельності за витратами понад 4 %	Різниця між фактичною та інфляцією витрат
2004	1,8	4,9
2005	2,8	0,2
2006	2,7	4,1
2007	4,0	6,4
Середнє арифметичне	2,8	3,9

Джерело: розраховано авторами на основі даних Держкомстату України.

інфляцією та інфляцією витрат, слід констатувати, що вони різняться. Так, інфляція попиту, визначена як різниця між фактичною інфляцією та інфляцією витрат, за останні чотири роки в середньому перевищує інфляцію попиту, визначену з допомогою рентабельності, на 1,1 %. Такі відмінності можна пояснити як запізнілою реакцією суб'єктів господарювання на збільшення витрат, так і неврахуванням інших складових собівартості, що зменшило показник інфляції витрат і, відповідно, збільшило інфляцію попиту.

Розглядаючи динаміку розподілу валової доданої вартості між суб'єктами економічних відносин, не можна не помітити випереджальний характер зростання прибутків від звичайної діяльності поряд із заробітною платою найманих працівників, яку багато дослідників розглядають як основний фактор активізації інфляційних процесів. Зокрема, А. Шаповалов³ зазначає, що одним із ключових факторів інфляції в попередні роки була невідповідність між темпами зростання заробітної плати і продуктивності: за період з 2001 по 2007 роки реальна заробітна плата зросла у 2,9 раза, тоді як продуктивність праці — лише в 1,7 раза. Автор наголошує, що різниця між цими показниками формує додатковий внутрішній попит на товари й послуги, не забезпечені товарною масою.

Разом із тим автор не враховує ряд ключових позицій. По-перше, зростання заробітної плати відбувалося через можливість в умовах неконтрольованого внутрішнього попиту робити це за рахунок підвищення цін на продукцію. По-друге, інша частина валової доданої вартості — фінансові результати до оподаткування — зростали набагато швидше. За період з 2001 по 2007 роки співвідношення зростання обсягу фінансових результатів до номінальної заробітної плати становило відповідно 6,5 та 4,3 раза; з 2003 по 2007 роки — 6,2 та 2,9 раза, що в середньому за рік становить 1,6 та 1,3 раза відповідно. Частка прибутку у ВВП за останні чотири роки зросла на 10 %, тоді як частка заробітної плати — на 4 %.

Замовчується також той факт, що продуктивність праці залежить не лише від зусиль найманих працівників, а й від забезпечення власниками виробництва відповідних умов для зростання продуктивності: використання високотехнологічного

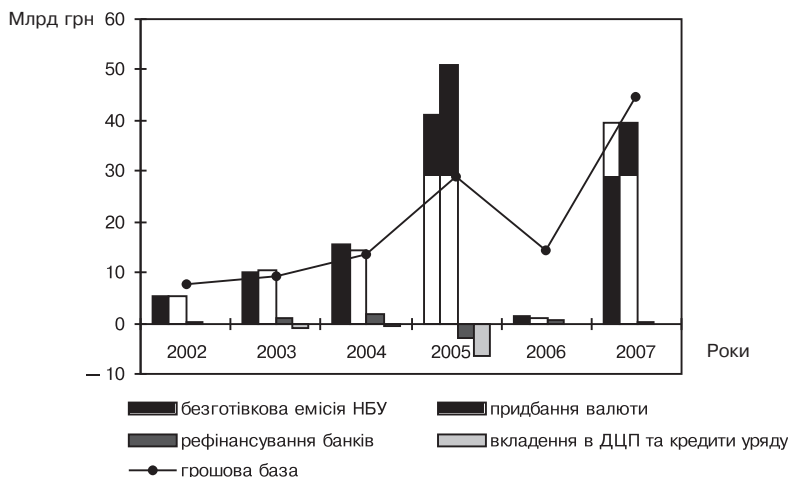
³ Шаповалов А. Зазнач. праця.

обладнання, інструментів і сучасних технологій. Тому деяке перевищення темпів зростання заробітної плати (за рахунок підвищення заробітних плат у державному секторі та мінімальних заробітних плат) є стимулом для власників виробництва впроваджувати високопродуктивне устаткування й підвищувати продуктивність праці.

Отже, причини інфляції за останні декілька років мали здебільшого монетарний характер. Протягом 2002—2007 років основним каналом здійснення НБУ первинної безготівкової емісії був викуп іноземної валюти, що надходила до країни внаслідок залучення й запозичення зовнішніх капіталів, а також позитивного сальдо поточного рахунку у 2002—2005 роках.

Так, у 2002 році за рахунок викупу валюти НБУ забезпечив 100 % безготівкової емісії, у 2003-му — 102 %, у 2004-му — 93 %, у 2005-му — 124 %, у 2006-му — 62 %, у 2007 році — 100 %. У цих умовах інші два канали здійснення первинної безготівкової емісії НБУ — рефінансування комерційних банків з урахуванням мобілізаційних операцій та чисте сальдо відносин НБУ з урядом за борговими зобов'язаннями — виконували переважно функцію коригування нерівномірності зовнішніх надходжень протягом року.

Так, лише у 2003—2005 роках відбулося погашення заборгованості уряду перед НБУ в розмірі відповідно 1,8 млрд, 0,7 млрд і 6,6 млрд грн, що мало помітний від'ємний вплив на накопичений обсяг первинної емісії (рис. 1).



Джерело: складено авторами на основі даних Нацбанку України.

Рис. 1. Фактори зростання грошової бази у 2002—2007 роках

Проте збільшення безготівкової емісії не призводить до автоматичного збільшення грошової бази, оскільки уряд може вилучити значну її частину, збільшивши залишки коштів на єдиному казначейському рахунку (ЄКР), які зберігаються в НБУ. Це відбулося у 2005—2006 роках — різке збільшення безготівкової

емісії в розмірі 41 млрд грн вдалося зменшити на 12 млрд шляхом накопичення залишків на ЄКР. У результаті грошова база зросла лише на 29 млрд грн. Проте вже 2007 року відбувся приріст грошової бази гривні за рахунок зменшення коштів на ЄКР на 9 млрд. Зниження темпів приросту грошової бази у 2006 році порівняно з попередніми роками зумовлено застосуванням іншого механізму регулювання грошової маси, а саме зменшення обов'язкових нормативів резервування до 0,5—5 % від обсягу залучених ресурсів, що дало змогу вивільнити понад 10 млрд грн обов'язкових резервів.

Цілком очевидно, що грошово-кредитна політика НБУ в середньостроковій перспективі повністю залежала від обсягу зовнішніх надходжень. За цих умов банк не мав змоги узгоджувати параметри грошово-кредитної політики з потребами вітчизняної економіки у грошовій базі. Спроби НБУ зменшити обсяги безготівкової емісії у 2006 році через обмеження придбання іноземної валюти призвели до доларизації розрахунків і структури грошової маси. Повторні спроби банку не виходили на міжбанківський валютний ринок у першій половині 2008 року обернулися на штучну ревальвацію гривні на 4,5 % та продовження тенденції доларизації грошової маси.

Враховуючи фактичну незалежність зростання грошової бази від потреб економіки, вона буде прийнятною змінною при поясненні інфляційних процесів. Оскільки інфляція попиту — це результат взаємодії внутрішнього номінального попиту, основним фактором зростання якого є зростання грошової маси, та позиції товарів і послуг, доречно взяти як залежну змінну не просто приріст грошової бази (ΔMB), а відношення її приросту до приросту ВВП за відповідний період ($\Delta MB/\Delta GDP$). Тому як незалежну змінну цей показник взято за півріччя з 2002 року по 2007 рік включно. Попереднє дослідження також виявило, що вищезазначена незалежна змінна має найбільший вплив на інфляцію із запізненням на місяць (INF_{L-1}). Побудувавши лінійну регресію, ми отримали такі результати:

$$INF_{L-1} = 0,93 + 0,98 \frac{\Delta MB}{\Delta GDP} \quad (1)$$

$$(2,2) \quad (0,47) \quad \text{скоригований } R^2 = 0,24.$$

Скоригований коефіцієнт детермінації (R^2) та ймовірність похибки пояснювальної змінної (6 %) виявилися недостатніми для того, щоб продовжувати на базі цього взаємозв'язку пошук зв'язків між інфляцією та коливаннями залишків коштів на ЄКР. Причинами незначного впливу грошової бази на інфляцію може бути неврахування інших кількісних факторів, що впливають на грошову масу. Зокрема, у структурі грошової маси частка іноземної валюти, яка не входить до складу грошової бази, за відповідний період становить 20—25 %, що могло істотно вплинути на якість отриманих результатів. Хоча іноземна валюта не входить до складу грошової бази, за своїми функціями вони майже не відрізняються від випущених НБУ в обіг національних грошових знаків. Єдина відмінність між іноземною

валютою, що перебуває в обігу в Україні, та національними грошовими знаками полягає у виконанні останніми функцій резервних грошей. Тобто дефіцит гривневих ресурсів може обмежити спроможність комерційних банків здійснювати вторинну емісію в іноземній валюті (рис. 2).

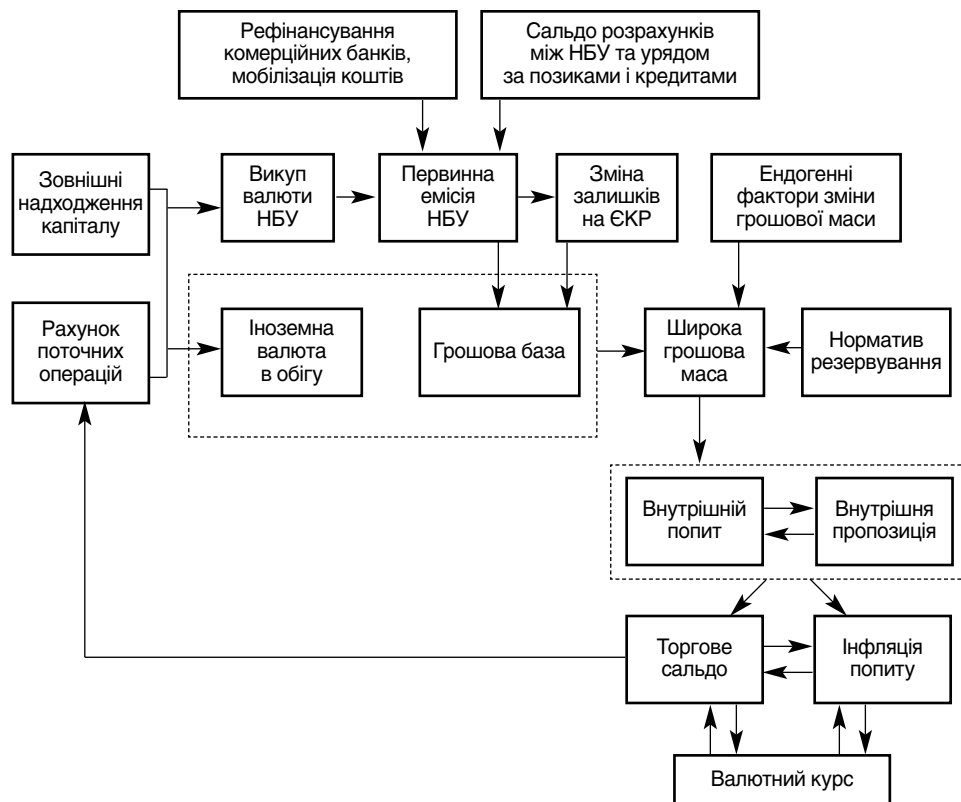


Рис. 2. Монетарні фактори інфляції попиту

За показник збільшення кількості іноземної валюти в економіці візьмемо статтю платіжного балансу “Валюта і депозити”. Ця стаття, по суті, відображає залишок іноземної валюти, яка надходить до країни і не викупується НБУ для збільшення первинної емісії. Включення приросту іноземної валюти в економіці (ΔFC) до приросту грошової бази дало позитивний результат. Зокрема, скоригований коефіцієнт детермінації вдалося підвищити до 0,56, а ймовірність похибки пояснювальної змінної — зменшити до 0,3%:

$$INF_{L-1} = -0,34 + 0,82 \frac{\Delta MB + \Delta FC}{\Delta GDP} \quad (2)$$

(1,59) (0,21) скоригований $R^2 = 0,56$.

Іншим фактором, що впливає на розширення грошової маси, є нормативи обов’язкового резервування (RR). Змінюючи їх, НБУ змінює обсяг резервів, які

комерційні банки змушені утримувати, а отже, впливає на величину грошово-кредитного мультиплікатора. За показник нормативу резервування було взято його верхню межу: так, за період з першого півріччя 2002 року по перше півріччя 2004-го він дорівнював 12 %, у другому півріччі 2004-го — 9,5%; у першому півріччі 2005 року — 7 %, у другому півріччі 2005-го — 8%; у першому півріччі 2006 року — 7 %, з першого півріччя 2006 року і до сьогодні — 5 %. Включення цього фактора як незалежної змінної не привело до поліпшення результатів: скоригований коефіцієнт детермінації зменшився до 0,53. Більше того, отримане значення при обов'язковому нормативі резервування виявилось позитивним, що не може відповідати економічній природі цього фактора, про що також свідчить висока ймовірність похибки отриманого значення — 61 %:

$$INF_{L-1} = -3,8 + 0,98 \frac{\Delta MB + \Delta FC}{\Delta GDP} + 0,27 \cdot RR \quad (3)$$

(6,6) (0,37) (0,26) скоригований $R^2 = 0,53$.

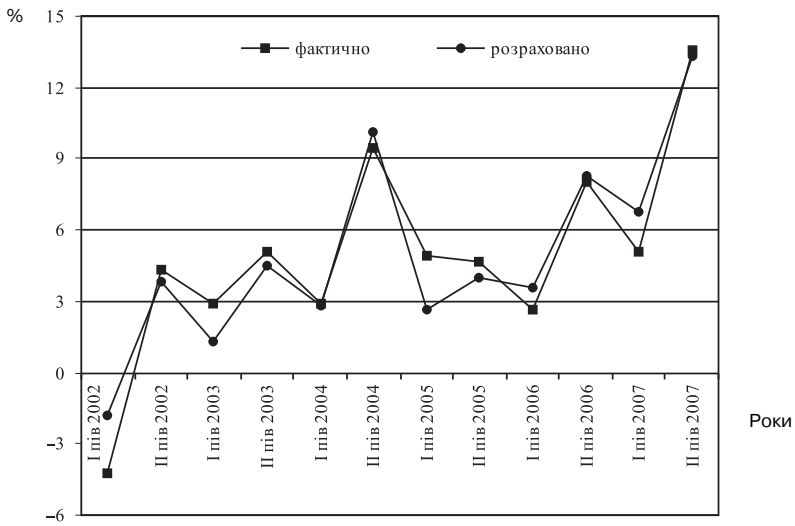
Ще одним важливим фактором інфляційних процесів є дефіцит бюджету. Стимулюючий інфляційні процеси вплив дефіциту бюджету відбувається в основному через зміну структури внутрішнього попиту в бік збільшення споживання. Оскільки головною складовою державних видатків є соціальні, то різка зміна переважно профіцитного бюджету в першому півріччі на дефіцит у другому півріччі спричиняє підвищення рівня споживання. Внаслідок цього утворюється тимчасова нерівновага між товарною масою і внутрішнім попитом, що позначається на рівні інфляції, яка традиційно є вищою від інфляції в першій половині року. Підтвердженням цього також є той факт, що до 90 % дефіциту бюджету фінансується за рахунок зовнішніх надходжень (включаючи приватизаційні надходження), що в разі їх використання державою на фінансування видатків автоматично призводить до зростання грошової бази. І хоча НБУ вживає заходів для обмеження впливу цього фактора на зростання грошової бази, однак це призводить до того, що у другому півріччі основним каналом зростання грошової бази є державні видатки, профінансовані за рахунок дефіциту бюджету.

Включення відношення дефіциту бюджету (*DEF*) до приросту ВВП у регресію як незалежної змінної дало позитивний результат. Скоригований коефіцієнт детермінації підвищився до 0,72, а ймовірність похибки оцінки впливу дефіциту бюджету на інфляцію становить 3 %. Цікавим є і той факт, що згідно з отриманими результатами вплив дефіциту бюджету на інфляцію — 0,76 перевищує вплив приросту грошової бази та іноземної валюти в обігу — 0,68:

$$INF_{L-1} = -0,03 + 0,68 \frac{\Delta MB + \Delta FC}{\Delta GDP} - 0,76 \frac{DEF}{\Delta GDP} \quad (4)$$

(1,3) (0,17) (0,29) скоригований $R^2 = 0,72$.

Потрібно відзначити також відсутність кореляції, а отже, й мультиколінеарності між пояснювальними змінними (4) (між грошовою базою й дефіцитом



Джерело: розраховано авторами на основі даних Держкомстату України.

Рис. 3. Фактичні та розраховані показники інфляції у 2002—2007 роках

Водночас зазначимо: при відношенні дефіциту зведеного бюджету до ВВП у 2006—2007 роках як 0,7% та 1,1%, а також виходячи з результатів формули (5) його вплив на інфляцію становив усього 0,7—1,1%.

Таким чином, вжиті НБУ заходи щодо обмеження споживчого кредитування, установлення вищих нормативних резервів за споживчими кредитами, обмеження припливу короткострокового спекулятивного капіталу, збільшення облікової ставки були правильними, проте дещо запізненими.