

## КЛЮЧОВІ ЧИННИКИ ІНФЛЯЦІЇ ТА ШЛЯХИ ЇЇ ЗНИЖЕННЯ В УКРАЇНІ

**Гладких Дмитро Михайлович,**  
кандидат економічних наук, доцент  
ORCID: 0000-0001-5276-5521

*Досліджено* чинники, що впливають на рівень інфляції в Україні. Це зокрема, грошова маса; адміністративно регульовані ціни (тарифи); стан ринку кредитних ресурсів; реалістичність планування джерел доходів і стан виконання державного бюджету; боргове навантаження на державу та корпорації; фінансовий стан банківської системи, динаміка банківських вкладів населення, заробітної плати, міжнародних резервів, промислового виробництва, зайнятості, ділової активності, обмінного курсу національної валюти; цінова динаміка на зовнішніх ринках, основні показники платіжного балансу, динаміка приватних грошових переказів з-за кордону.

Дії держави щодо зниження інфляції в Україні мають бути спрямовані на: утримання грошової емісії в межах параметрів, установлених державним бюджетом; обмеження купівлі емітованих урядом цінних паперів у портфель Національного банку України; зменшення обсягів рекапіталізації державних банків; накопичення міжнародних резервів, реалізацію політики їх раціонального використання; стимулювання своєчасного повернення в країну валюти експортерів; зменшення від'ємного сальдо торговельного балансу; забезпечення додатного рівня відсоткових ставок відносно прогнозованої базової інфляції; реалізацію виваженої бюджетної політики; усунення квазіфіскальних дисбалансів; детінізацію економіки; скорочення частки валютної складової суверенного боргу; збільшення питомої ваги внутрішніх боргових інструментів у структурі фінансування дефіциту бюджету; подовження строку обігу державних цінних паперів; здійснення заходів щодо залучення заощаджень населення у боргові інструменти; приведення капіталу банківської системи у відповідність до вимог Базеля III; реформування державних банків у напрямі підвищення стандартів корпоративного управління з подальшою частковою їх приватизацією; активізацію продажу майна проблемних банків; підвищення гарантованої державою суми відшкодування вкладів населення; зниження дохідності державних цінних паперів для активізації кредитування; зниження облікової ставки для здешевлення кредитних ресурсів.

**Ключові слова:** інфляція, валюта, курс, банки, Національний банк України.

Hladkykh Dmytro

## KEY FACTORS OF INFLATION AND WAYS OF ITS REDUCTION IN UKRAINE

*The factors* influencing the level of inflation in Ukraine are investigated, in particular: money supply, administratively regulated prices (tariffs), market of credit resources, realistic planning of sources of income and state of execution of the state budget, debt burden on the state and corporations, financial condition of the banking system, banking deposits of population, wages, international reserves, industrial production and GDP, employment, business activity, exchange rate of the national currency; the price dynamics in foreign markets, the main indicators of the external sector, the inflow of private money transfers from abroad.

The state's actions to reduce inflation in Ukraine should include, in particular: the maintenance of monetary emission within the parameters set by the state budget; restriction of the purchase of securities issued by the government to the National Bank of Ukraine portfolio; reduction of recapitalization of state banks; the accumulation of international reserves, the implementation of policies for their rational use; stimulating the timely return of exporters to the country; measures aimed at reducing the negative balance of trade balance; ensuring a positive level of interest rates relative to projected core inflation; implementation of balanced budget policy; eliminating quasi-fiscal imbalances; shadowing of the economy; reduction of the share of the sovereign debt currency component; an increase in the share of domestic debt instruments in the budget deficit financing structure; prolongation of the term of government securities circulation; implementation of measures to attract people's savings in debt instruments; bringing the capital of the banking system in line with Basel III requirements; reforming state banks in the direction of raising corporate governance standards with the subsequent partial privatization of them; activation of the sale of property of troubled banks; increase of the state guaranteed amount of indemnity repayment; decrease of yield of government securities for activation of lending; reduction of discount rate for cheaper credit resources.

**Keywords:** inflation, currency, exchange rate, banks, National Bank of Ukraine.

**Постановка проблеми.** Анексія Криму та збройний конфлікт на сході країни, що розпочався в 2014 р. і супроводжується зовнішнім втручанням, призвели до втрати Україною контролю над частиною території. Це зумовило глибоку фінансово-економічну кризу, наслідками якої стали девальвація гривні, банкрутство значної кількості банків, падіння обсягів виробництва та помітне зростання інфляції. Упровадження режиму інфляційного таргетування стало одним із важливих чинників зниження темпів інфляції, проте проголошені його цілі, на жаль, останніми роками залишаються недовиконаними. Тому проблема пошуку додаткових інструментів приборкання інфляції в Україні набуває актуальності.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Актуальні проблеми монетарної політики та інфляції в Україні, що пов'язані в першу чергу зі стабільністю її фінансової системи, досліджуються у працях І. В. Бураковського [1], О. С. Власюка [2], В. М. Гейця [3], Б. М. Данилишина [4], О. В. Дзюблюка [5], В. В. Коваленко [6],

І. О. Лютого [7], В. І. Міщенко [8], С. В. Науменкової [8], О. М. Шарова [9], Л. Г. Шемаєвої [10] та багатьох інших фахівців. Проте гостро дискусійною на сьогодні залишається проблема побудови такого механізму забезпечення низької інфляції в Україні, що враховував би одночасно суміжні питання курсової стійкості гривні, фінансової стійкості банківської системи, розвитку депозитного та кредитного ринків, бюджетної та боргової проблематики.

**Метою статті** є аналіз ключових чинників інфляції в Україні та обґрунтування найбільш важливих заходів держави, спрямованих на забезпечення цінової стабільності у короткостроковій та середньостроковій перспективах.

**Виклад основного матеріалу.** Внаслідок зовнішнього втручання та збройного конфлікту в 2014 р. Україна втратила контроль над значною частиною власної території, що стало одним із ключових чинників та «спусковим гачком» глибокої фінансово-економічної кризи, яка заче-

пила одночасно валютний ринок, банківську систему та реальний сектор економіки. Наслідками цієї кризи стали: обвальна девальвація гривні, банкрутство значної кількості банків, падіння обсягів виробництва, суттєве цінове зростання, що створило реальні загрози для фінансової стабільності держави. Динаміка інфляції в Україні в останні кілька років була такою: 2014 р. – 24,9 % (проти 0,5 % у 2013 р.), 2015 р. – 43,3 %, 2016 р. – 12,4 %, 2017 р. – 13,7 %; 2018 р. – 9,8 %.

Негативну динаміку цін в Україні зумовила внутрішня вразливість вітчизняної фінансової системи, яка характеризується монетарними, немонетарними та зовнішніми чинниками. Розглянемо їх окремо.

## МОНЕТАРНІ ЧИННИКИ

*Динаміка обсягу грошової маси, зокрема готівки, що впливає на платоспроможний попит та зумовлює інфляцію попиту.*

За звітними даними НБУ [11], у вересні 2018 р. відносно вересня 2017 р. грошова маса зросла на 125 млрд грн (або на 11,1 %) – із 1124 до 1249 млрд грн. Таке зростання значною мірою відбулося за рахунок збільшення в обігу готівки, обсяг якої зріс на 41 млрд грн (або на 13,3 %) – із 306 до 347 млрд грн. Ці додаткові обсяги емісії переважно не поверталися в банківську систему у вигляді депозитів, а прямували на споживчий та валютний ринки, створюючи додатковий тиск на ціни та валютний курс. При цьому останніми роками також спостерігається тенденція перевищення продажу населенням валюти над купівлею, що пов'язано, зокрема, зі значним зростанням його витрат на оплату комунальних послуг та інших «обов'язкових» платежів, що регулюються адміністративно.

*Динаміка адміністративно регульованих цін (тарифів), що справляють помірний вплив на зміну показника інфляції та вкрай болісно сприймаються суспільством, «підігривають» інфляційні очікування. Зокрема, зросли ціни на послуги громадського транспорту за одну поїзду: у Харкові з 28.03.2018 р. – на 20–33 %, у Києві з 14.07.2018 р. – удвічі, а в Дніпрі з 05.08.2018 р. – більш ніж удвічі: з 1,5 до 4 грн. З 10.09.2018 р. на 40 % подорожчали окремі послуги поштового зв'язку. З 01.10.2018 р. на 12 % зросли ціни на залізничні квитки. У столиці в жовтні 2018 р. на 17 % було підвищено ціни на*

водопостачання та водовідведення. З 01.11.2018 р. в Україні на 17–19 % збільшено адміністративно регульовані тарифи на стаціонарний телефонний зв'язок, на 23 % подорожчав газ для населення, на 16 % зросли тарифи на теплопостачання. Чинник зростання ціни на газ для населення й далі впливатиме на рівень інфляції, заважатиме НБУ привести її в межі цільового діапазону раніше IV кварталу 2019 р. [12].

В умовах достатньо розвинутої фінансової інфраструктури, що розбудована в Україні, гроші швидко перетворюються з готівкової форми на безготівкову та через механізм залучення банківських депозитів потрапляють на кредитний ринок. Тому одним із ключових чинників інфляції є *стан ринку кредитних ресурсів*, що включає у свій склад кредитний, депозитний та міжбанківський сегменти. Поточний рівень ставок на цих ринках та їх динаміка віддзеркалюють рівень попиту на кредитні ресурси та їх пропозиції, що залежить, зокрема, від регулюючих заходів держави в особі НБУ.

Кредитна рестрикція (політика «дорогих грошей») у 2018 р. стала одним із антиінфляційних інструментів. Протягом усього 2018 р. динаміка ставок міжбанківських кредитів «овернайт» у гривні відображала поступове їхнє зростання з 13,2 % станом на 03.01.2018 р. до 18,4 % станом на кінець листопада 2018 р. Це зростання впливало на ставки за новими кредитами та депозитами, які надавали та залучали комерційні банки. Зокрема, середня вартість короткострокових кредитів у національній валюті з початку року зросла з 15,2 % у січні до 22,1 % у листопаді 2018 р. У свою чергу, зростаючі кредитні ставки через ланцюжок «вартість кредиту – собівартість продукції підприємства – оптові ціни – роздрібні ціни» відображаються на динаміці інфляції.

Бюджетні гроші опиняються на споживчому ринку та «тиснуть» на ціни лише після їх розподілу на бюджетному рівні. Отже, одним із важливих чинників інфляції є *реалістичність планування джерел доходів та стан виконання державного бюджету*, що у випадку значного зростання його дефіциту вимагає відповідного покриття або за рахунок прихованої емісії, або шляхом зростання зовнішньої заборгованості.

У цьому контексті спостерігається хронічне невиконання плану надходжень від приватизації державного майна. Так, за 2015 р. план виконаний на 0,9 %; за 2016 р. – на 1,1 %; за 2017 р. – на 19,7 %; за 9 міс. 2018 р. – на 0,4 %. Це вима-

гає щорічного пошуку компенсаційних джерел фінансування дефіциту Державного бюджету України.

Пенсійний фонд України попри найбільшу за обсягами фінансування бюджетну програму для покриття дефіциту (2015 р. – 95 млрд грн; 2016 р. – 143 млрд грн; 2017 р. – 134 млрд грн; 2018 р. – 139 млрд грн; план на 2019 р. – 167 млрд грн) у липні 2018 р. вперше за останні роки затримав виплати пенсій та звернувся за запозиченнями на покриття касового розриву.

Іншим проінфляційним чинником є *рівень боргового навантаження на державу та корпорації*. Показник співвідношення державного і гарантованого державою боргу та доходів бюджету станом на 01.01.2018 р. становив 270 %, а станом на 01.07.2018 р. – 223 % (при граничному рівні 200 %). Показник співвідношення витрат на виконання зобов'язань за державним і гарантованим державою боргом України до надходжень державного бюджету за підсумками 2017 р. збільшився до 25 % (проти 23 % у 2016 р.) [13]. Найбільший борговий тиск на державний бюджет створювали виплати за державним боргом, загальний обсяг яких на кінець 2017 р. становив 474 млрд грн (проти 207 млрд грн у 2016 р.). У 2018 р. загальні виплати за державним боргом за рахунок коштів державного бюджету передбачені на рівні 306 млрд грн. Ці обставини вимагають від держави покривати бюджетний дефіцит або шляхом накопичення нових зовнішніх боргів, або здійснювати приховану емісію через механізм купівлі боргових зобов'язань Уряду в портфель НБУ та банків, що через певний проміжок часу після монетизації облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) негативно впливає на цінову динаміку

За даними НБУ [14], до кінця II кварталу 2019 р. сектор державного управління (Уряд) має здійснити виплати з погашення зовнішнього боргу у сумі 3182 млн дол. США, НБУ – 726 млн дол. США, інші депозитні корпорації (українські банки) – 2773 млн дол. США, інші сектори економіки – 36,9 млрд дол. США (у т. ч. 14,3 млрд дол. США – торгові кредити й аванси та 19,9 млрд дол. США – довгострокові кредити). З урахуванням обсягу міжнародних резервів України (20,8 млрд дол. США станом на 01.01.2019 р.) спроможність своєчасно розрахуватись із цим боргом на рівні Уряду України та НБУ не викликає сумніву. Зобов'язання банків перед нерезидентами в останні роки або відтерміновувались, або конвертувались у ка-

пітал останніх, адже йдеться переважно про кредитування дочірніх банків іноземними банківськими групами. Натомість перспективи успішного врегулювання (відтермінування, реструктуризації, часткового списання тощо) заборгованості інших секторів економіки протягом 2019 р. викликають певні побоювання, до того ж якщо враховувати розмір цього боргу.

На жаль, наявна статистика, що публікується регулятором, не містить розшифровки корпоративної кредитної заборгованості перед нерезидентами в розрізі конкретних підприємств-позичальників, країн-кредиторів, сум, валют та процентних ставок. Проте є очевидним, що значні обсяги такої заборгованості зумовлятимуть стійкий попит на безготівковому валютному ринку протягом усього 2019 р.

Грошова маса рухається між економічними суб'єктами не лише в готівковій формі, а переважно за допомогою безготівкових каналів, у першу чергу через банківську систему. Отже, *фінансовий стан банківської системи* (рівень капіталізації, якість кредитного портфелю, частка валюти в активах та пасивах тощо) є ключовим чинником інфляції у разі його погіршення, коли виникає потреба рекапіталізації державних банків шляхом емісії ОВДП або кредитування банків з боку НБУ (рефінансування, що збільшує грошову масу), або кредитування Фонду гарантування вкладів фізичних осіб України з боку НБУ чи Міністерства фінансів України для своєчасного розрахунку із вкладниками виведених з ринку проблемних банків.

Розглянемо докладніше показники, що відображають сучасний стан банківської системи:

- *власний (балансовий) капітал* банківської системи протягом 2014–2015 рр. скоротився із 193 до 104 млрд грн, після чого розпочався процес його поступового відновлення до рівня 156 млрд грн станом на 01.01.2019 р.;
- *регулятивний капітал* банківської системи скорочувався протягом 2014–2015 рр. із 205 до 104 млрд грн (станом на 01.02.2016 р.), після чого почалося його нестабільне (з падінням до рівня 93 млрд грн на 01.07.2017 р.) та поступове відновлення до поточної позначки 126 млрд грн станом на 01.01.2019 р. При цьому зростання *статутного капіталу* банківської системи (зі 185 млрд грн станом на 01.01.2014 р. до 466 млрд грн станом на 01.01.2019 р. має, скоріше, формальний характер, адже підкріплене в основному не

«реальними» грошима, а ОВДП у статутному фонді державних банків та націоналізованого ПАТ КБ «ПриватБанк», що після монетизації цих цінних паперів банками провокує зростання грошової маси та відповідний інфляційний тиск на економіку. Загалом у період із 01.01.2014 р. до 01.01.2019 р. Міністерство фінансів України збільшило статутні фонди державних банків: ПАТ КБ «ПриватБанк» – на 155,3 млрд грн; ПАТ «Державний ощадний банк України» – на 33,7 млрд грн, ПАТ «Державний експортно-імпорتنний банк України» – на 22,2 млрд грн, ПАТ АБ «Укргазбанк» – на 3,6 млрд грн; разом у цих чотирьох банках – на 214,8 млрд грн;

- *частка проблемного кредитного портфелю* загалом у банківській системі станом на 01.01.2019 р. складає 53 % (у т. ч. державних банків – 68 %), що суттєво обмежує можливості банківських установ забезпечувати прибуткову діяльність та активізувати кредитування, у першу чергу – корпоративне;
- *питома вага валютних коштів у структурі кредитів* (42,8 %) та депозитів (42,0 %) станом на 01.01.2019 р. формує значну потенційну загрозу для стабільності банківської системи та цінової динаміки в країні через небезпеку погіршення фінансового стану банків у випадку девальвації гривні, що може спровокувати неповернення валютних кредитів (позичальниками) та депозитів (банками), необхідність порятунку банків з боку НБУ (шляхом рефінансування) та держави (шляхом додаткової емісії ОВДП), що загалом украй негативно позначиться на інфляційній ситуації в країні.

*Динаміка банківських вкладів населення (у першу чергу – в національній валюті)* є одним із чинників інфляції. Адже їх зростання «зв'язує» надлишкову ліквідність та знижує інфляційний тиск на ціни, натомість вилучення вкладів, навпаки, справляє негативний вплив на споживчий та готівковий валютний ринки, що відчувають зростання платоспроможного попиту.

Протягом останніх років банківська система України відчувала суттєве скорочення обсягу депозитів населення. Сума вкладів фізичних осіб у гривні лише за 2014 р. впала на 22 %, або на 57 млрд грн. Після чого стала повільно відновлюватися, проте навіть станом на 01.01.2018 р. (252 млрд грн) не досягла «докризового» рівня (258 млрд грн станом на кінець 2013 р.). Лише в 2018 р. загальна сума гривне-

вих вкладів населення (280 млрд грн станом на 01.07.2018 р.) перевищила значення цього показника за станом на 01.01.2014 р. Очевидно, що стагнація на ринку депозитів населення, а тим більше скорочення обсягу депозитів у банках, також провокує зростання депозитних ставок, що, у свою чергу, зумовлює зростання ставок за кредитами, яке негативно відбивається на інфляції. Зокрема, середня вартість короткострокових депозитів у національній валюті з початку 2018 р. зросла з 10,3 % у січні до 14,9 % – у листопаді.

Готівкова частка грошової маси надходить до споживачів переважно у вигляді заробітної плати. Тому *динаміка заробітної плати* є одним із важливих чинників інфляції, оскільки формує інфляцію попиту та стимулює зростання інфляції витрат.

Згідно із даними НБУ [11], середня номінальна заробітна плата штатного працівника за вересень 2018 р. становила 8606 грн. Отже, її зростання порівняно із відповідним показником за 2016 р. (5183 грн) становить 66 %. Очікуване зростання мінімальної заробітної плати в Україні (3200 грн – у 2017 р., 3723 грн – у 2018 р. та 4170 грн – у 2019 р. [15], або на 30 % за два роки), не підкріплене адекватним зростанням продуктивності праці та товарної маси, збільшує платоспроможний попит, що було одним із ключових проінфляційних чинників (інфляція попиту), а зростання витрат підприємств на утримання персоналу також зумовило зростання собівартості товарів і послуг (інфляція витрат).

Зростання темпів інфляції провокує, зокрема, незадоволений попит на валюту з боку фізичних та юридичних осіб, що викликає падіння курсу національної валюти. Натомість одним із основних джерел задоволення попиту на валюту (принаймні у випадку ажіотажного його зростання) є міжнародні резерви країни. Отже, *поточний стан та динаміка міжнародних резервів*, відносний розмір яких вимірюється у кількості місяців імпорту, є одним із ключових чинників інфляції. Протягом 2018 р. обсяг міжнародних резервів України поступово скорочувався з 18,8 млрд дол. США станом на 01.01.2018 р. до 16,6 млрд дол. США станом на 01.10.2018 р. Лише відновлення повноцінної співпраці з міжнародними кредиторами наприкінці року дозволило збільшити їх обсяг до 20,8 млрд дол. США станом на 01.01.2019 р., що є п'ятирічним максимумом.

## НЕМОНЕТАРНІ ЧИННИКИ

*Динаміка промислового виробництва.* Зростання внутрішнього виробництва, з одного боку, збільшує товарну пропозицію та знижує відносну вартість кожної додаткової одиниці продукції за рахунок ефекту масштабу виробництва, що позитивно впливає на цінову динаміку. З іншого боку, зростання виробництва може опосередковано свідчити про зростання зайнятості та витрат підприємств на заробітну плату, що стимулюють платоспроможний попит, отже, «підштовхують» ціни вгору.

Як повідомляє НБУ [11], після дворічного падіння відповідно на 9,6 % у 2014 р. та 11,4 % – у 2015 р. розпочалось відновлювальне зростання Індексу виробництва базових галузей: за 2016 р. його значення зросло на 4,8 %, за 2017 р. – на 2,1 %, за 9 місяців 2018 р. – на 3,3 %. При цьому найбільше зростання у 2018 р. демонструють роздрібна торгівля (5,5 %), будівництво (5,4 %) та сільське господарство (4,9 %).

*Динаміка зайнятості* також є важливим чинником інфляції, оскільки зростання рівня безробіття скорочує платоспроможний попит, натомість підвищення частки зайнятого населення активізує попит і «штовхає» ціни догори. За даними Державної служби статистики України [16], частка безробітного населення працездатного віку (за методологією Міжнародної організації праці) в Україні має тенденцію до зростання. Зокрема, наприкінці 2017 р. не мали роботи 9,9 % економічно активного населення.

Наступним важливим чинником інфляції є *стан ділової активності*: її активізація стимулює зайнятість, отже, зростання заробітної плати та споживчих витрат. Відповідно до світового рейтингу легкості ведення бізнесу «Doing Business» [17] у 2018 р. Україна посіла 76-ту сходинку зі 190 країн, що досліджувались (у 2017 р. це було 80-те місце [18]).

## ЗОВНІШНІ ЧИННИКИ

Рівень споживчих цін, як правило, настільки тісно пов'язаний із обмінним курсом національної валюти, що пересічні громадяни іноді плутають терміни «інфляція» та «девальвація». Отже, *динаміка обмінного курсу національної валюти* набуває особливого значення для країн, що зберігають залежність від імпорту окремих товарних груп або власне виробництво яких значною мірою залежить від імпортних складо-

вих. Зокрема, економіка України суттєво залежить від імпорту енергоносіїв, продукції машинобудування, транспортних засобів, побутової техніки, окремих позицій продовольства тощо. Отже, вплив девальваційного чинника на цінову динаміку в Україні є вагомим. Незважаючи на комплекс зусиль держави в особі НБУ, спрямованих на зменшення темпів девальвації гривні, процес «повзучої» девальвації триває. Наприклад, офіційний курс гривні до долара США послабився з рівня 27,16 грн/дол. США станом на 01.12.2017 р. до позначки 28,39 грн/дол. США станом на 01.12.2018 р.

Надходження в країну іноземної валюти та її відплив безпосередньо пов'язані не лише з фізичними обсягами експорту та імпорту, а й із *ціновою динамікою на зовнішніх ринках*. Це є одним із чинників інфляції, що має різноспрямований вплив. Так, зростання світових цін на деяку експортну продукцію, як-от зерно, соняшник, призводить до їхнього збільшення на внутрішньому ринку, що негативно впливає на інфляцію. При цьому таке зростання може стимулювати збільшення валютних надходжень від експорту, що позитивно впливає на інфляцію. Натомість зростання світових цін на імпортні товари (зокрема, нафту, газ та вугілля) безпосередньо підвищує собівартість виробництва й транспортування вітчизняних товарів, отже, і рівень цін. Згідно з даними НБУ [11] на світових ринках вартість тонни зернових культур, що експортує Україна, у вересні 2018 р. порівняно з вереснем 2017 р. зросла зі 154 до 183 дол. США; вартість тонни чорного металу відповідно зросла із 476 до 543 дол. США. У той же час, з початку 2018 р. суттєво зросли ціни на сиру нафту, що через здороження ціни пального негативно вплинуло на цінову динаміку в Україні.

На темпи інфляції також впливає *стан основних показників платіжного балансу* (експорт та імпорт товарів і послуг, сальдо ПП, поточного та фінансового рахунків), які безпосередньо впливають на динаміку надходження валюти в країну та її відпливу. З початку 2014 р. більшість показників платіжного балансу України були негативними. Зокрема, сальдо поточного рахунку було переважно від'ємним: -4,6 млрд дол. США – у 2014 р.; +1,6 млрд дол. США – 2015 р.; -1,3 млрд дол. США – у 2016 р., -2,4 млрд дол. США – у 2017 р.; за 9 місяців 2018 р. становило -3,9 млрд дол. США. Значне скорочення імпорту внаслідок девальвації гривні та відповідного обмеження споживання не компенсувало падіння експортних надходжень країни. Відтак

від'ємна різниця між експортом та імпортом товарів і послуг становила: у 2014 р. – 4,6 млрд дол. США; у 2015 р. – 2,3 млрд дол. США; у 2016 р. – 6,5 млрд дол. США; у 2017 р. – 8,6 млрд дол. США; за 9 місяців 2018 р. – 8,6 млрд дол. США. Натомість сальдо ПП протягом усіх останніх років залишалося позитивним і в 2014 р. становило 0,3 млрд дол. США; у 2015 р. – 3,0 млрд дол. США; у 2016 р. – 3,3 млрд дол. США; у 2017 р. – 2,6 млрд дол. США; за 9 місяців 2018 р. – 1,5 млрд дол. США.

Останніми роками на тлі загострення проблеми міграції все більш важливого значення набуває динаміка надходжень приватних грошових переказів з-за кордону, що є важливим джерелом підтримки валютного курсу, адже отримувачі цих переказів збільшують пропозицію готівкової валюти на ринку. В умовах активізації трудової міграції за кордон в останні кілька років відбувається суттєве зростання обсягу надходжень в Україну приватних грошових переказів від фізичних осіб. Згідно зі статистикою НБУ [20], у 2015 р. в Україну надійшло в такий спосіб 7,0 млрд дол. США; у 2016 р. – 7,5 млрд дол. США; за 2017 р. – 9,3 млрд дол. США; за 9 місяців 2018 р. – 8,2 млрд дол. США.

## ВИСНОВКИ

1. Найбільш впливовими серед чинників інфляції в Україні, що визначальною мірою зумовили негативну цінову динаміку в 2014–2018 рр., є монетарні та зовнішні чинники: курсовий, бюджетний, борговий, пов'язаний із динамікою грошової маси та фінансовим станом банківської системи.

2. Упровадження в Україні з 2015 р. режиму інфляційного таргетування стало одним із важливих чинників зниження темпів інфляції, проте проголошені його цілі як щодо рівня інфляції, так і щодо обсягу міжнародних резервів останніми роками не виконуються внаслідок поступового зростання грошової маси, нестійкої курсової динаміки гривні, збереження комплексу проблем у банківській, бюджетній та борговій сферах.

3. Дії держави у сфері забезпечення цінової стабільності та зниження темпів інфляції в Україні мають передбачати:

1) для стримування процесу зростання грошової маси, зокрема готівки в обігу;

■ утримання НБУ грошової емісії в межах параметрів, установлених державним бюджетом, обмеження купівлі емітованих урядом цінних паперів у портфель НБУ;

■ зменшення Урядом України обсягів рекапіталізації державних банків шляхом поповнення їхніх статутних фондів ОВДП, що в подальшому монетизуються та збільшують грошову пропозицію;

2) для підтримки стабільного курсу гривні:

■ накопичення НБУ міжнародних резервів до рівня 20,6 млрд дол. США на кінець 2019 р., 21,4 млрд дол. США – на кінець 2020 р., що передбачено прогнозними оцінками НБУ, а також реалізацію політики їх раціонального використання, що має стати додатковим чинником повернення довіри до гривні та стабілізації її курсу. Джерелами поповнення міжнародних резервів, окрім збільшення експортних надходжень, прямих іноземних інвестицій, приватних переказів фізичних осіб, мають стати кредити від МВФ, отримані Урядом кредити від ЄС та Світового банку;

■ згладжування валютними інтервенціями лише надмірних коливань валютного курсу;

■ стимулювання своєчасного повернення в Україну валютних коштів підприємств-експортерів, передусім шляхом поетапного зниження норм обов'язкового продажу їхньої виручки: на першому етапі – із 30 до 20 %, на другому етапі – із 20 % до 0 %, що має забезпечити зростання пропозиції безготівкової валюти на міжбанківському ринку;

■ заходи, спрямовані на зменшення від'ємного сальдо торговельного балансу, в першу чергу – через реалізацію домовленостей щодо підвищення розміру квот ЄС на українській експорт та усунення штучно створених транзитних перешкод на шляху українських товарів до країн СНД через територію РФ;

3) для реалізації політики «дорогих грошей»:

■ забезпечення додатного рівня відсоткових ставок НБУ відносно прогнозованої базової інфляції, що має стимулювати депозитну активність вкладників, відновлення ресурсної бази банківської системи та сприятиме зниженню девальваційних та інфляційних очікувань, які значною мірою провокують інфляційні процеси;

4) *для забезпечення реалістичності планування та виконання державного бюджету:*

- реалізацію виваженої бюджетної політики (обмеження планового бюджетного дефіциту та уникнення позапланового підвищення соціальних видатків, що не відповідає рівню підвищення продуктивності праці);
- усунення квазіфіскальних дисбалансів шляхом приведення адміністративно регульованих цін до ринково обґрунтованих рівнів відповідно до затвердженого графіка;
- проведення комплексу заходів щодо детінізації економіки за рахунок інформаційно-аналітичної співпраці різних контролюючих органів, наприклад, у частині легалізації зайнятості – це спільні зусилля фіскальних, пенсійних та органів місцевого самоврядування;

5) *для підвищення ефективності боргової політики та зниження рівня боргового навантаження на державу:*

- скорочення частки валютної складової суверенного боргу шляхом рефінансування валютних виплат за внутрішніми інструментами (залучення іноземних інвестицій у гривневі ОВДП);
- збільшення питомої ваги внутрішніх боргових інструментів у загальній структурі фінансування дефіциту бюджету, що дозволить зменшити частку зовнішніх запозичень та послабити валютні ризики;
- подовження середнього строку обігу державних цінних паперів за рахунок розширення бази інвесторів у середньо- та довгострокові інструменти, що сприятиме уникненню нерівномірності боргових платежів та зниженню ризику рефінансування боргу;

- здійснення заходів щодо залучення заощаджень домогосподарств у боргові інструменти як альтернативи зовнішнім кредитам;

6) *для підтримки фінансової стабільності банківської системи:*

- приведення нормативів капіталу банківської системи у відповідність до вимог Базеля III [21], досягнення загалом у середньостроковій перспективі рівня достатності капіталу

банківської системи, що перевищує 10 %, відповідно до концептуальних засад Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року [22];

- реформування державних банків у напрямі підвищення стандартів корпоративного управління за рахунок упровадження кращих практик приватного сектору з подальшою частковою їх приватизацією, що зумовить зменшення їхньої кількості та впливу на економіку країни;
- активізацію Фондом гарантування вкладів фізичних осіб України продажу майна проблемних банків, що перебуває у заставі НБУ за кредитами рефінансування, з метою оперативного повернення коштів, наданих банкам, які пізніше були виведені з ринку. Одним із варіантів такого продажу є використання електронної платформи *Zakupki.Prom.ua* – майданчика державних і комерційних торгів, що є офіційним учасником системи електронних державних закупівель *ProZorro*;

7) *для стимулювання активності населення на депозитному ринку:*

- поступове підвищення гарантованої державою суми відшкодування вкладів фізичних осіб, що не змінювалась із 2012 р. (на першому етапі – до 300 тис. грн). З метою мінімізації ризиків для державного бюджету новий розмір максимального відшкодування повинен діяти лише для нових строкових депозитів у банках. Передумовами повернення довіри фізичних осіб до банків та активізації залучення у банківську систему їхніх заощаджень мають стати також досягнення політичної стабільності після завершення виборчого циклу 2019 р. та досягнення тривалої курсової стабільності;

8) *для активізації процесу банківського кредитування юридичних осіб:*

- поступове зниження дохідності державних цінних паперів (як боргових облігацій Уряду, так і сертифікатів НБУ) задля скорочення обсягів їх купівлі банками з метою активізації кредитування останніми корпоративних позичальників;
- комплекс заходів щодо мінімізації ризиків кредитування бізнесу, що лежить у площині захисту прав кредитора, справедливої судо-

вої системи, якості застави та відсутності надійних позичальників. Усунення цих перепон стимулюватиме банки надавати кредити бізнесові;

- поступове (на тлі стабілізації ситуації на грошово-кредитному та валютному ринках) зниження рівня облікової ставки як орієнтира для здешевлення кредитних ресурсів для реального сектору економіки.

**Перспективи подальших досліджень.** Подальші дослідження щодо впливу ключових чинників інфляції в Україні на її динаміку доцільно здійснювати в напрямі визначення шляхів зниження фіскального домінування над монетарною політикою, що залишається одним із домінуючих проінфляційних факторів.

## Список використаних джерел

1. Бураковський І. В. Що не так з українськими банками. *Новое время*. 2017. 13 лютого. URL: <http://nv.ua/ukr/opinion/burakovsky/shcho-ne-tak-z-ukrajinskimi-bankami-641607.html> (дата звернення: 19.03.2019).
2. Власюк О. С. Фінансова система України: проблеми та пріоритети оздоровлення. *Стратегічні пріоритети*. 2015. № 4. С. 4–15.
3. Геєць В. М. Економіка України: ключові проблеми і перспективи. *Економіка і прогнозування*. 2016. № 1. С. 7–22.
4. Данилишин Б. М. Грошово-кредитна політика та зростання економіки України. *Новое время*. 2017. 30 серпня. URL: <http://nv.ua/ukr/opinion/danylyshyn/groshovo-kreditna-politika-ta-zrostannja-ekonomiki-ukrajini-1761649.html> (дата звернення: 19.03.2019).
5. Дзюблюк О. В. Соціально-економічні засади суспільної довіри до банківського сектору. *Вісник Тернопільського національного економічного університету*. 2016. № 2. С. 54–69.
6. Коваленко В. В. Достатність капіталу у забезпеченні стабільного розвитку банків України. *Стратегічні пріоритети*. 2017. № 2. С. 73–80.
7. Лютий І. О., Мороз П. А. Суперечності процесів фінансiалiзацiї та їх вплив на економічне зростання в Україні. *Економіка України*. 2014. № 4. С. 29–39.
8. Міщенко В. І., Науменкова С. В. Макропруденційні інструменти в механізмі забезпечення фінансової стабільності. *Фінанси України*. 2015. № 10. С. 53–76.
9. Шаров О. М. Валютна політика України: чверть сторіччя невизначеності. *Економіка і прогнозування*. 2016. № 2. С. 41–73.
10. Шемаєва Л. Г. Фінансова безпека держави в умовах гібридної війни: монографія. Київ: НА СБ України, 2016. 84 с.
11. Додаток до Макроекономічного та монетарного огляду/Національний банк України. 2018. Жовтень. URL: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=78887774&cat\\_id=58037](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=78887774&cat_id=58037) (дата звернення: 19.03.2019).
12. Інфляційний звіт НБУ/Національний банк України. 2018. Липень. С. 4. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=73913117> (дата звернення: 19.03.2019).
13. Висновки Рахункової палати про виконання Закону України «Про Державний бюджет України на 2017 рік»/Рахункова палата України. Київ, 2018. 51 с. URL: [http://www.ac-rada.gov.ua/doccatalog/document/16755386/Vysn\\_RP\\_10-4\\_2018.pdf?subportal=main](http://www.ac-rada.gov.ua/doccatalog/document/16755386/Vysn_RP_10-4_2018.pdf?subportal=main) (дата звернення: 19.03.2019).
14. Статистика зовнішнього сектору. Короткостроковий зовнішній борг України за залишковим терміном погашення (за методологією МВФ)/Національний банк України. URL: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art\\_id=65613&cat\\_id=44446#4](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446#4) (дата звернення: 19.03.2019).
15. Мінімальна зарплата зросте до 4170 гривень у 2019 році – Гройсман. *Радіо Свобода*. URL: <https://www.radiosvoboda.org/a/news-minimalna-zarplata-2019/29477509.html> (дата звернення: 19.03.2019).
16. Основні показники ринку праці (річні дані)/Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua> (дата звернення: 19.03.2019).
17. Doing Business 2018. URL: <http://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/media/Annual-Reports/English/DB2018-Full-Report.pdf> (дата звернення: 19.03.2019).
18. Doing Business 2017. URL: <http://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/media/Annual-Reports/English/DB17-Report.pdf> (дата звернення: 19.03.2019).
19. Ділові очікування підприємств України. III квартал 2018 року/Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=79312294> (дата звернення: 19.03.2019).
20. Статистика. Статистика зовнішнього сектору. Грошові перекази. Огляд приватних грошових переказів/Національний банк України. URL: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art\\_id=65613&cat\\_id=44446#2](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446#2) (дата звернення: 19.03.2019).

21. Основні принципи ефективного банківського нагляду (Основні Базельські принципи)/Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=45251> (дата звернення: 19.03.2019).
22. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року: Постанова Правління Національного банку України від 18.06.15 № 391. С. 7, 13. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=43352266> (дата звернення: 19.03.2019).

## References

1. Burakovskiy, I. V. (2017). Shcho ne tak z ukrainskymy bankamy [What is wrong with Ukrainian banks]. *Novoe vremia – New Time. nv.ua*. Retrieved from <http://nv.ua/ukr/opinion/burakovsky/shcho-ne-tak-z-ukrajinskimi-bankami-641607.html> (viewed 19.03.2019) [in Ukrainian].
2. Vlasiuk, O. S. (2015). Finansova systema Ukrainy: problemy ta priorityety ozdorovlennia [The financial system of Ukraine: problems and priorities of improvement]. *Stratehichni priorityety – Strategic Priorities*, 4, 4–15 (viewed 19.03.2019) [in Ukrainian].
3. Geyets, V. M. (2016). Ekonomika Ukrainy: kluchovi problemy i perspektyvy [Ukraine's economy: key problems and prospects]. *Ekonomika i prohnozuvannia – Economics and Forecasting*, 1, 7–22 (viewed 19.03.2019) [in Ukrainian].
4. Danylyshyn, B. M. (2017). Hroshovo-kredytна polityka ta zrostannia ekonomiky Ukrainy [Monetary Policy and Growth of the Ukrainian Economy]. *Novoe vremia – New Time. nv.ua*. Retrieved from <http://nv.ua/ukr/opinion/danylyshyn/groshovo-kredytна-politika-ta-zrostannja-ekonomiky-ukrajini-1761649.html> (viewed 19.03.2019) [in Ukrainian].
5. Dziubliuk, O. (2016). Sotsialno-ekonomichni zasady suspilnoi doviry do bankivskoho sektoru [Socio-economic principles of public confidence in the banking sector]. *Visnyk Ternopil'skoho natsionalnoho ekonomichnoho universytetu – Bulletin of Ternopil National Economic University*, 2, 54–69 [in Ukrainian].
6. Kovalenko, V. V. (2017). Dostatnist kapitalu u zabezpechenni stabilnoho rozvytku bankiv Ukrainy [Capital adequacy in ensuring sustainable development of the bank Ukraine]. *Stratehichni priorityety – Strategic Priorities*, 2, 73–80 [in Ukrainian].
7. Liutyi, I. O., & Moroz, P. A. (2014). Superechnosti protsesiv finansializatsii ta yikh vplyv na ekonomichne zrostannia v Ukraini [Contradictions financialisation processes and their impact on economic growth in Ukraine]. *Ekonomika Ukrainy – Ukraine Economy*, 4, 29–39 [in Ukrainian].
8. Mishchenko, V. I., & Naumenkova, S. V. (2015). Makroprudentsiini instrumenty v mekhanizmi zabezpechennia finansovoi stabilnosti [Macroprudential tools in ensuring financial stability mechanism]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 10, 53–76 [in Ukrainian].
9. Sharov, O. M. (2016). Valiutna polityka Ukrainy: chvert storichchia nevyznachenosti [Monetary policy in Ukraine: a quarter century of uncertainty]. *Ekonomika i prohnozuvannia – Economics and Forecasting*, 2, 41–73 [in Ukrainian].
10. Shemaieva, L. G. (2016). Finansova bezpeka derzhavy v umovakh hibrydnoyi viyny [The financial security of the state in terms of hybrid warfare]. Kyiv: NA SBU. (84 p.) [in Ukrainian].
11. Dodatok do Makroekonomichnoho ta monetarnoho ohliadu. Zhovten 2018 r. [Annex to the Macroeconomic and Monetary Review. October 2018]. (2018). *bank.gov.ua*. Retrieved from [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=78887774&cat\\_id=58037](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=78887774&cat_id=58037) (viewed 19.03.2019) [in Ukrainian].
12. Inflatsiiniy zvit NBU. Lypen 2018 r. [NBU Inflation Report. July 2018]. (2018). *bank.gov.ua*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=73913117> (viewed 19.03.2019) [in Ukrainian].
13. Vysnovky Rakhunkovoi palaty pro vykonannia Zakonu Ukrainy «Pro Derzhavnyi biudzhет Ukrainy na 2017 rik» [Conclusions of the Accounting Chamber on the implementation of the Law of Ukraine «On the State Budget of Ukraine for 2017»]. Kyiv: Rakhunkova palata Ukrainy. (51 p.). (2018). *www.ac-rada.gov.ua*. Retrieved from [http://www.ac-rada.gov.ua/doccatalog/document/16755386/Vysn\\_RP\\_10-4\\_2018.pdf?subportal=main](http://www.ac-rada.gov.ua/doccatalog/document/16755386/Vysn_RP_10-4_2018.pdf?subportal=main) (viewed 19.03.2019) [in Ukrainian].
14. Statystyka zovnishnoho sektoru. Korotkostrokovyi zovnishnii borh Ukrainy za zalyshkovym terminom pohashennia (za metodolohiiu MVF) [External sector statistics. Short-term foreign debt of Ukraine for the residual maturity (based on the IMF methodology)]. (n. d.). *bank.gov.ua*. Retrieved from [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art\\_id=65613&cat\\_id=44446#4](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446#4) (viewed 19.03.2019) [in Ukrainian].
15. Minimalna zarplata zroste do 4170 hryven u 2019 rotsi – Hroisman [The minimum wage will increase to 4170 hryvnia in 2019 – Groisman]. (n. d.). *www.radiosvoboda.org*. Retrieved from <https://www.radiosvoboda.org/a/news-minimalna-zarplata-2019/29477509.html> (viewed 19.03.2019) [in Ukrainian].
16. Osnovni pokaznyky rynku pratsi (richni dani) [Key indicators of the labor market (annual data)]. (n. d.). *www.ukrstat.gov.ua*. Retrieved from <http://www.ukrstat.gov.ua> (viewed 19.03.2019) [in Ukrainian].
17. Doing Business 2018. (n. d.). *www.doingbusiness.org*. Retrieved from <http://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/media/Annual-Reports/English/DB2018-Full-Report.pdf> (viewed 19.03.2019) [in English].

18. Doing Business 2017. (n. d.). *www.doingbusiness.org*. Retrieved from <http://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/media/Annual-Reports/English/DB17-Report.pdf> (viewed 19.03.2019) [in English].
19. Dilovi ochikuvannia pidpriemstv Ukrainy. III kvartal 2018 roku [Business expectations of Ukrainian enterprises. III quarter of 2018]. (2018). *bank.gov.ua*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=79312294> (viewed 19.03.2019) [in Ukrainian].
20. Statystyka. Statystyka zovnishnoho sektoru. Hroshovi perekazy. Ohliad pryvatnykh hroshovykh perekaziv [Statistics. External sector statistics. Money transfers Overview of Private Money Transfers.] (n. d.). *bank.gov.ua*. Retrieved from [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art\\_id=65613&cat\\_id=44446#2](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446#2) (viewed 19.03.2019) [in Ukrainian].
21. Osnovni pryntsypy efektyvnoho bankivskoho nahliadu (Osnovni Bazelski pryntsypy) [Basic Principles for Effective Banking Supervision (Basic Basel Principles)]. (n. d.). *bank.gov.ua*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=45251> (viewed 19.03.2019) [in Ukrainian].
22. Kompleksna prohrama rozvytku finansovoho sektoru Ukrainy do 2020 roku: Postanova Pravlinnia Natsionalnoho banku Ukrainy vid 18.06.15 № 391 (s. 7, 13) [Comprehensive program of development of the financial sector of Ukraine till 2020: Resolution of the Board of the National Bank of Ukraine dated 18.06.15 No. 391]. (2015). *bank.gov.ua*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=43352266> (viewed 19.03.2019) [in Ukrainian].