

# У ПОЛОНІ «МАТРИЦІ» ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ

**СТАН ГРОШОВОЇ СФЕРИ В УКРАЇНІ  
у I кварталі 2021 року**

Аналітичний огляд



## ВСТУП

Сподівання на швидке відновлення української економіки у 2021 році виявилися марними. Карантинні обмеження і «провал» кампанії з вакцинації населення на тлі мінімальної державної підтримки призвели до подальшого падіння економіки.

Згідно з оцінками Мінекономіки, у січні – лютому 2021 р. порівняно з відповідним періодом попереднього року реальний ВВП скоротився на 2,8%. Падіння було зафіксоване у більшості базових галузей економіки (промисловість, сільське господарство, будівництво, транспорт), крім роздрібною торгівлі, оборот якої у I кварталі (порівняно з I кварталом 2020 р.) збільшився на 7,5%.

Попри це, МВФ у квітневому випуску «World Economic Outlook»<sup>1</sup>, в контексті перегляду перспектив зростання світової економіки, поліпшив прогноз зростання ВВП України у 2021 р. з 3%<sup>2</sup> до 4%. Світовий банк також збільшив прогноз зростання української економіки у 2021 р. з 3% до 3,8%<sup>3</sup>. Офіційний урядовий прогноз, закладений у розрахунки бюджету, передбачає зростання реального ВВП на 4,6%.

Водночас, Національний банк України у квітні переглянув власний прогноз зростання ВВП у 2021 р. з 4,2% до 3,8%, обґрунтувавши це втратами, пов'язаними з посиленням і продовженням карантинних обмежень. Головним рушієм зростання, згідно з прогнозом НБУ, повинен стати споживчий попит. Проте, дії самого Національного банку спрямовані не на стимулювання, а на обмеження попиту.

Окрім недостатнього пом'якшення монетарних умов у 2020 р.<sup>4</sup>, на початку березня НБУ розпочав новий цикл підвищення облікової ставки. Формальним приводом для посилення жорсткості монетарної політики стало прискорення темпів споживчої інфляції.

Аналітичний огляд допоможе сформулювати комплексне уявлення про стан грошової сфери, а також дати незалежну оцінку ефективності монетарної політики НБУ та її відповідності ситуації, в якій перебуває українська економіка.

---

<sup>1</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/03/23/world-economic-outlook-april-2021>

<sup>2</sup> Жовтневий прогноз МВФ. Січневе оновлення «World Economic Outlook» не містило окремого прогнозу щодо України.

<sup>3</sup> <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/35273>

<sup>4</sup> Детальніше про це див. огляд стану грошової сфери у 2020 році «Протидія кризі: гра в імітацію» за посиланням: <https://www.growford.org.ua/research/analitichnyi-oglyad-stanu-groshovoyi-sfery-ukrayiny-v-2020-rotsi/>

## ГЛОБАЛЬНІ ТРЕНДИ

У відповідь на кризу абсолютна більшість центральних банків світу у 2020 р. вдалася до радикального пом'якшення монетарних умов. У багатьох випадках ключові ставки було знижено до від'ємних значень в реальному вимірі. Важливою новацією, яка отримала схвальну оцінку МВФ, стало застосування центральними банками країн з ринками, що формуються (27 центральних банків), програм купівлі активів.

Попри формальне декларування відданості цілі щодо цінової стабільності, фактично, пріоритети монетарної політики багатьох центральних банків зазнали істотного «зміщення» у напрямі сприяння вирішенню проблем реального сектору економіки та публічних фінансів.

На початку 2021 р. монетарні умови у світовому масштабі продовжили залишатися м'якими, а баланси провідних центральних банків – збільшуватись. У поєднанні з додатковими заходами бюджетної підтримки (зокрема, у США) та прогресом у вакцинації це дало підстави МВФ у квітні збільшити прогноз щодо зростання світової економіки з 5,5% до 6%.

Крім того, МВФ переглянув прогноз світової інфляції на 2021 р. з 3,3% (станом на жовтень) до 3,7%. Стрімке зростання цін на сировинних ринках деякі аналітики схильні трактувати як початок нового суперциклу<sup>5</sup>.

На тлі очікувань щодо швидкого відновлення економіки (зокрема, внаслідок схвалення програми бюджетного стимулювання на 1,9 трлн дол.) та невизначеності щодо майбутньої динаміки інфляції, у США відбулося стрімке зростання довгострокових ставок. Протягом I кварталу ставка за 10-річними державними облігаціями зросла майже вдвічі – з 0,92% до 1,75%, тоді як ставки за короткостроковими облігаціями залишались близькими до нуля<sup>6</sup>.

Відповіддю на зростання довгострокових ставок у США та деяких інших розвинених країнах став вплив капіталу з ринків, що формуються, пік якого припав на лютий – початок березня. У другій половині березня зазначений процес уповільнився (відбулося навіть часткове повернення капіталу), але ринки перебувають у стані значної невизначеності щодо подальшого розвитку подій.

<sup>5</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-02-10/j-p-morgan-sees-commodity-supercycle-already-kicking-off>

<sup>6</sup> <https://www.investing.com/rates-bonds/u.s.-10-year-bond-yield>

За таких непевних обставин, країнам з ринками, що формуються, на думку фахівців МВФ<sup>7</sup>, слід прагнути компенсувати підвищення глобальних процентних ставок за рахунок м'якшої (more accommodative) монетарної політики своїх центральних банків.

МВФ вважає<sup>8</sup>, що на даному етапі основні зусилля слід зосередити на недопущенні кризи у сфері охорони здоров'я за рахунок пріоритетного фінансування витрат на вакцинацію, лікування та інфраструктуру системи охорони здоров'я.

Заходи бюджетної підтримки повинні бути чітко спрямовані постраждалим домогосподарствам та підприємствам. **Монетарна політика повинна залишатися м'якою** для сприяння економічному зростанню (за умов контрольованої інфляції), а ризики для фінансової стабільності усуватися за допомогою інструментів макропруденційної політики.

Більшість центральних банків світу дотримуються вищезазначених рекомендацій. Проте, деякі центральні банки країн, що розвиваються, реагуючи на прискорення темпів інфляції, вдалися до посилення жорсткості монетарної політики. З початку року ключові ставки підвищили центральні банки Білорусі (75 б. п.), Бразилії (75 б. п.), Грузії (50 б. п.), РФ (75 б. п.) та України (150 б. п.)<sup>9</sup>. Центральні банки Вірменії і Туреччини розпочали цикл посилення жорсткості монетарної політики ще у 2020 р. і станом на квітень 2021 р. ключові ставки підвищились на 125 б. п. та 1075 б. п. відповідно.

---

<sup>7</sup> <https://blogs.imf.org/2021/04/05/how-rising-interest-rates-could-affect-emerging-markets/>

<sup>8</sup> <https://blogs.imf.org/2021/04/06/managing-divergent-recoveries/>

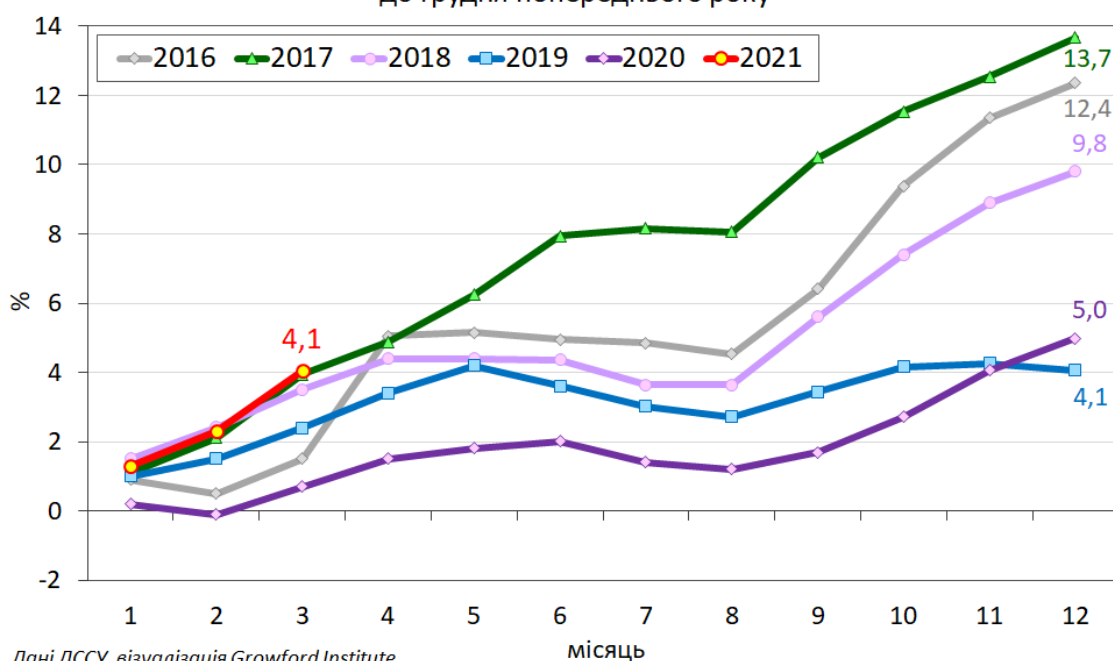
<sup>9</sup> <https://tradingeconomics.com/country-list/interest-rate>

# ІНФЛЯЦІЯ

*Істотне прискорення темпів інфляції відбулося під впливом незадовільного врожаю 2020 р., а також стрімкого зростання світових цін на продовольство та енергоносії.*

За даними Держстату, **протягом I кварталу 2021 р. рівень цін споживчого ринку зріс на 4,1%**, що є найвищим значенням для цього періоду починаючи з 2016 р. (граф. 1). Місячні темпи інфляції<sup>10</sup> протягом січня – березня становили відповідно 1,3%, 1,0% та 1,7%, продовживши інфляційну тенденцію, що триває з жовтня минулого року.

**Граф. 1. Рівень споживчої інфляції протягом 2016-2021 рр., до грудня попереднього року**



Дані ДССУ, візуалізація Growford Institute

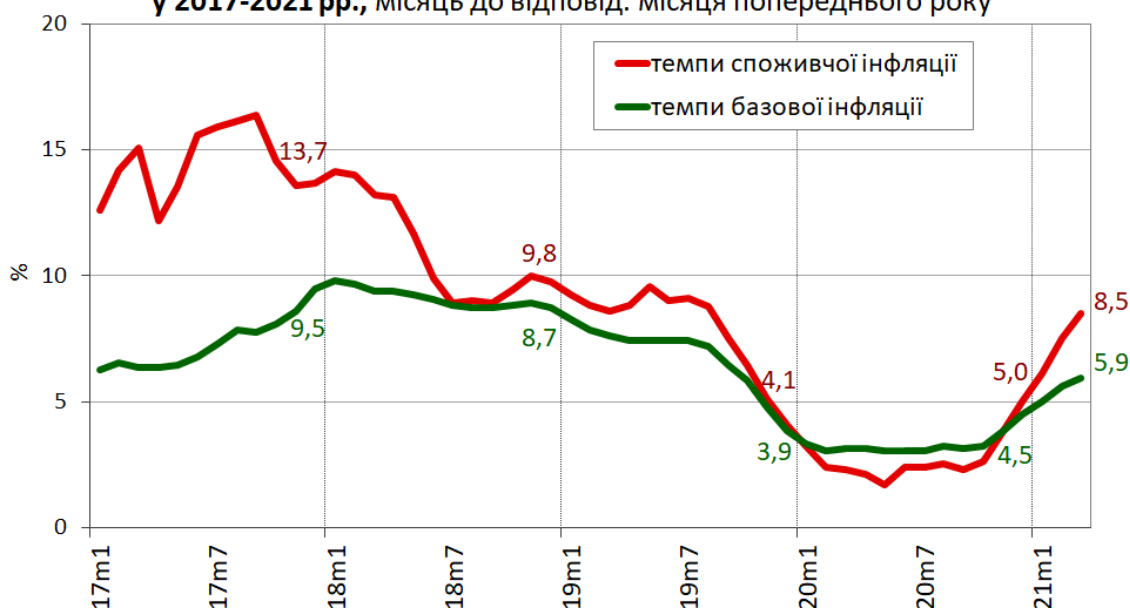
У річному вимірі<sup>11</sup> **темпи споживчої інфляції прискорились з 5% на початок року до 8,5% у березні**, темпи базової інфляції – відповідно з 4,5% до 5,9% (граф. 2).

**Найбільший внесок** до загального рівня інфляції (4,5 проц. пункту) забезпечило зростання цін на продукти харчування та безалкогольні напої за плинний рік на 10,4% (граф. 3), у т. ч. за I квартал 2021 р. – на 5,7%. Найбільшого зростання у річному вимірі зазнали ціни на яйця (109,1%), цукор (64,7%), олію (48,5%), хліб (14,9%), фрукти (14,5%) тощо.

<sup>10</sup> Місяць до попереднього місяця.

<sup>11</sup> Місяць до відповідного місяця попереднього року.

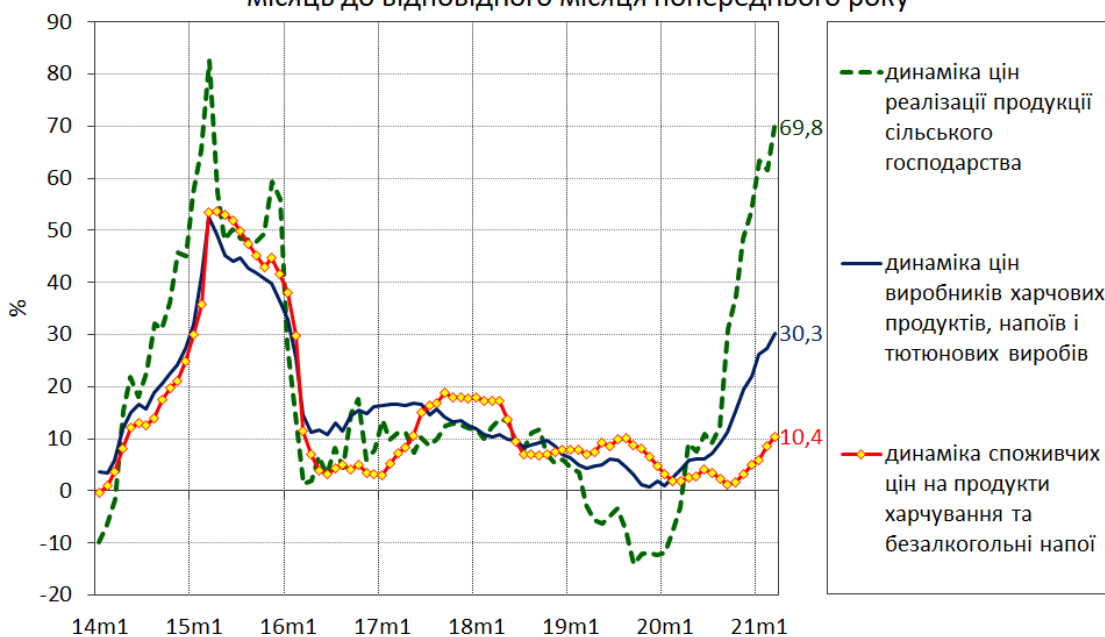
**Граф. 2. Річні темпи споживчої та базової інфляції у 2017-2021 рр., місяць до відповід. місяця попереднього року**



Дані: ДССУ; візуалізація Growford Institute

Основною причиною значного подорожчання деяких видів продовольства був незадовільний врожай на тлі стрімкого зростання світових цін. Урожай зернових у 2020 р. порівняно з попереднім роком зменшився на 17,6% (у т. ч. пшениці – на 12,8%, кукурудзи – на 23,5%), соняшника – на 13,9%, цукрового буряка – на 19,1%. Це, закономірно, призвело до подорожчання кормів і скорочення поголів'я (зокрема, птиці).

**Граф. 3. Динаміка цін на продовольство у 2014-2021 рр., місяць до відповідного місяця попереднього року**

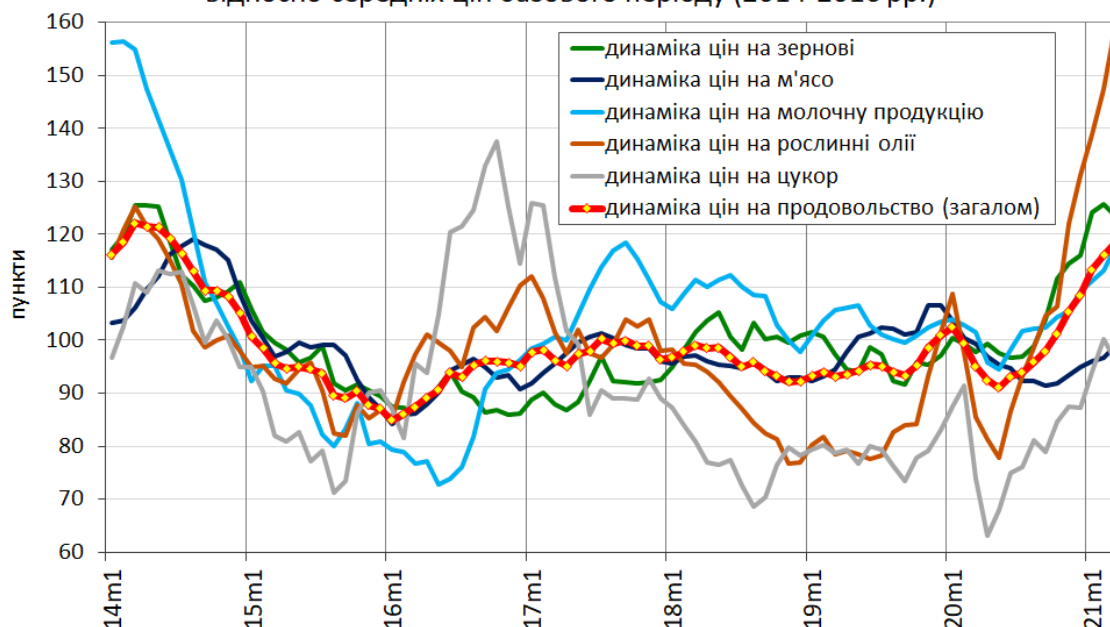


Дані ДССУ, візуалізація Growford Institute

Ціни реалізації продукції сільськогосподарськими підприємствами за плинний рік зросли на 69,8% (граф. 3), у т. ч. продукції рослинництва – на 78,2%, продукції тваринництва – на 27,8%.

Ціни виробників харчової промисловості у річному вимірі зросли на 30,3% (граф. 3), у т. ч. в межах України – на 22,2%, за межі України – 58,5%. Зазначена різниця свідчить про те, що основний інфляційний тиск на ціни продовольства генерує зовнішня кон'юнктура.

**Граф. 4. Індекси продовольчих цін FAO у 2014-2021 рр., відносно середніх цін базового періоду (2014-2016 рр.)**



Дані FAO, візуалізація Growford Institute

За останніх десять місяців (з травня 2020 р.) Індекс продовольчих цін FAO<sup>12</sup> зріс на 27,5 пункту або 30,2% і досягнув найвищого значення з червня 2014 р. Зростання агрегованого індексу відбулося за рахунок подорожчання рослинних олій відповідно на 104,5%, цукру – на 41,8%, зернових – на 26,8%, молочної продукції – на 24,4%, м'яса – на 3,7% (з вересня – на 8,1%).

На другому місці з точки зору впливу на загальний рівень інфляції (з внеском близько 2 п. п.) – подорожчання житлово-комунальних послуг за плинний рік на 22% (граф. 5), у т. ч. за I квартал 2021 р. – на 4,1%.

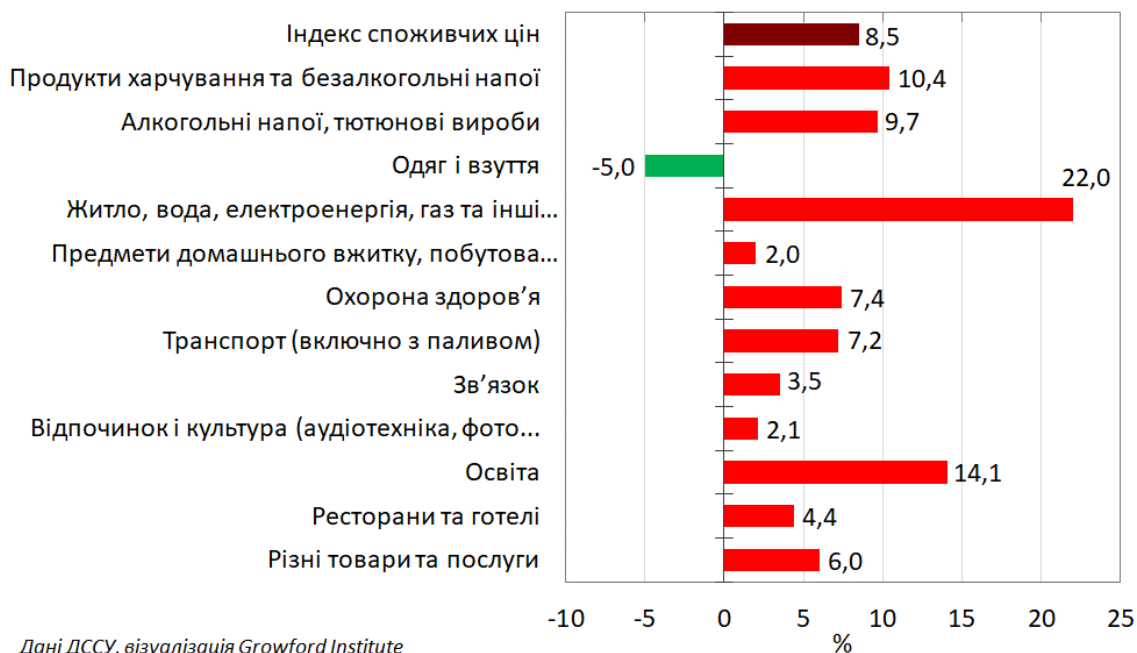
Головною причиною підвищення ціни на газ у річному вимірі на 63,6% (враховуючи адміністративне зниження на 10,8% у I кварталі 2021 р.) було зростання цін на європейському ринку. Вартість газу на нідерландському хабі TTF<sup>13</sup> за плинний рік зросла з 7 до 19 євро/МВт-год (на піку у січні 2021 р. сягала 26,7 євро/МВт-год).

<sup>12</sup> <http://www.fao.org/worldfoodsituation/foodpricesindex/en/>

<sup>13</sup> <https://www.powernext.com/spot-market-data>

Внаслідок скасування з 1 січня 2021 р. пільгового тарифу на електроенергію для населення на перші 100 кВт.год та встановлення фіксованої ціни на рівні 1,68 грн/кВт.год вартість електроенергії зросла на 36,6%. Водопостачання за плинний рік подорожчало на 11,7%, каналізація – на 19,2%, гаряча вода і опалення – на 10,4% тощо.

**Граф. 5. Річна зміна цін на основні групи товарів і послуг у березні 2021 р., % до відповідного місяця попереднього року**



Дані ДССУ, візуалізація Growford Institute

Відчутний внесок до загальної рівня інфляції забезпечило подорожчання тютюнових виробів у річному вимірі на 20% (підвищення акцизів), а також палива – на 12,2% (зокрема, внаслідок зростання світових цін на нафту<sup>14</sup>). У сумі це збільшило загальний рівень інфляції на 1,5 п. п.

Отже, можна констатувати, що прискорення темпів інфляції, що триває з жовтня 2020 р., було зумовлене впливом шоку пропозиції продовольства, впливом зовнішніх обставин та внутрішніх адміністративних чинників.

Натомість, вплив на ціни з боку споживчого попиту залишався помірним. Збільшення обсягів роздрібного товарообігу<sup>15</sup> в умовах кризи є аномальним явищем, і може бути обумовлене численними обмеженням на роботу продовольчих ринків, що перемістили частину споживчого попиту з неофіційного сегменту роздрібної торгівлі до офіційного<sup>16</sup>.

<sup>14</sup> За плинний рік нафта марки Brent подорожчала у 2,5 разу з 25 до 64 дол. за барель.

<sup>15</sup> У січні – березні 2021 р. порівняно з відповідним періодом попереднього року оборот роздрібної торгівлі зріс на 7,5%.

<sup>16</sup> [https://biz.censor.net/columns/3260728/rshennya\\_nbu\\_tsnoyu\\_35\\_mlrd\\_grn\\_dlya\\_derjavnogo\\_byudjetu](https://biz.censor.net/columns/3260728/rshennya_nbu_tsnoyu_35_mlrd_grn_dlya_derjavnogo_byudjetu)

Про відсутність надмірного попиту свідчать низькі споживчі настрої населення: за даними агенції Info Sapiens<sup>17</sup>, Індекс споживчих настроїв у березні 2021 р. становив лише 67,8 пункту, що навіть нижче відповідного значення «шокового» березня 2020 р. (73 п.).

**Вищезазначені факти свідчать, що причини прискорення темпів інфляції знаходяться поза межами впливу монетарної політики НБУ.**

Протягом найближчих місяців річні темпи споживчої інфляції продовжать прискорення і досягнуть діапазону 9–10% у III кварталі. Основним проінфляційним фактором, з високою ймовірністю, стане реалізація вторинних ефектів від випереджаючого зростання цін реалізації сільгосппродукції та цін виробників харчової промисловості (граф. 3).

Окрім продовольчої складової, деякий інфляційний тиск може спричинити підвищення цін на газ, оскільки термін дії граничної ціни (6,99 грн/м<sup>3</sup>), встановленої Урядом, спливає 31 березня 2021 р.

У IV кварталі річні темпи інфляції вірогідно знизяться внаслідок надходження продовольчої продукції нового врожаю та вичерпання низької бази порівняння (статистичний ефект).

Прогноз **Уряду**, закладений у розрахунки бюджету, передбачає на 2021 р. інфляцію на рівні 7,3% (грудень до грудня), прогноз **МВФ** – 7,2%, квітневий **консенсус-прогноз** – 7,4%. **НБУ** у квітні переглянув власний прогноз з 7% до 8%, що вбачається досить вірогідним сценарієм розвитку подій.

З огляду на переважно немонетарний характер поточного інфляційного сплеску, **спроби Національного банку протидіяти йому шляхом підвищення облікової ставки є контрпродуктивними** і ймовірно матимуть протилежний ефект. Посилення жорсткості монетарної політики в умовах кризи чинитиме негативний вплив на виробництво через підвищення ставок за кредитами, а отже обмежуватиме пропозицію товарів та послуг і у такий спосіб стимулюватиме інфляцію. Крім того, високі відсоткові ставки вестимуть до стиснення споживчого попиту, переважна частина якого і так представлена товарами першої необхідності (продовольство та житлово-комунальні послуги).

Національному банку було б доцільно переглянути свою стратегію монетарної політики у напрямі посилення пріоритетності цілі сприяння економічному зростанню і зайнятості. Ефективно сприяти цінovій стабільності НБУ здатен шляхом забезпечення відносної курсової стабільності, що цілком відповідає Стратегії валютних інтервенцій.

<sup>17</sup> <https://sapiens.com.ua/ua/other-research>

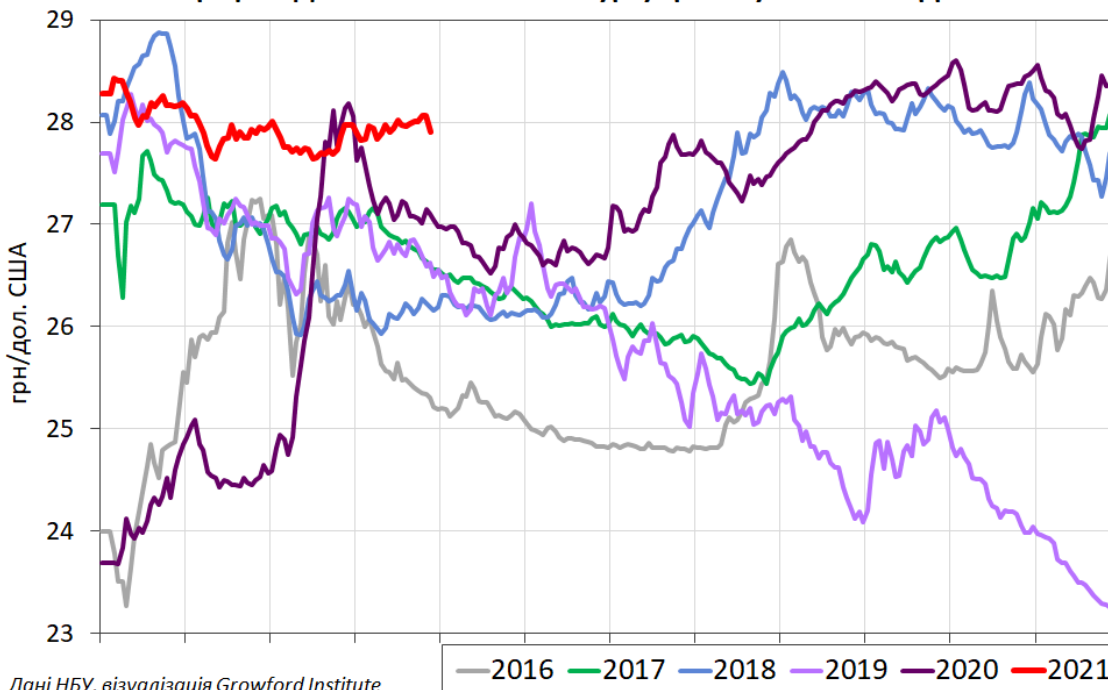
## ВАЛЮТНИЙ РИНОК ТА ОБМІННИЙ КУРС

Після необґрунтованої девальвації гривні у другому півріччі 2020 р., на початку 2021 р. **курсова динаміка характеризувалася відносною стабільністю** (з помірною волатильністю). За підсумками I кварталу гривня зміцнилась на 1,4% з 28,27 до 27,89 грн/дол., а діапазон коливань обмінного курсу від найвищої точки (28,43) до найнижчої (27,64) становив 0,79 грн або 2,8% (граф. 6).

Вплив внутрішніх сезонних ревальваційних чинників був значною мірою компенсований за рахунок зовнішніх обставин: підвищення довгострокових ставок в США та пов'язаного з цим зміцнення долара щодо інших світових валют (протягом I кварталу індекс долара зріс на 3,7%<sup>18</sup>).

Причиною відновлення девальваційної динаміки у квітні стала концентрацією військ РФ на кордоні з Україною (психологічний чинник) та частково пов'язане з цим виведення нерезидентами коштів з ОВДП.

**Граф. 6. Динаміка обмінного курсу гривні у 2016-2021 рр.**



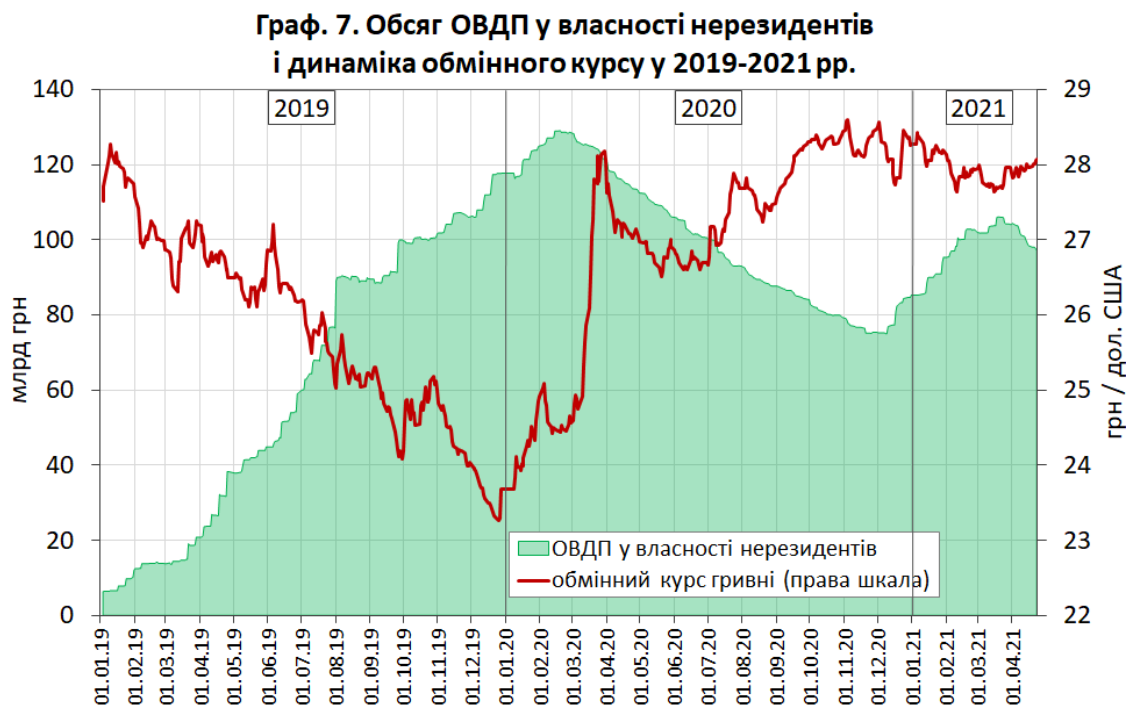
Середньоденні **обсяги продажу іноземної валюти** на міжбанківському ринку у I кварталі 2021 р. становили 431 млн дол. та поступались відповідному показнику 2020 р. (467 млн дол.), який був сформований, зокрема, під впливом ажіотажного попиту під час девальваційного сплеску у березні 2020 р.

<sup>18</sup> <https://www.investing.com/currencies/us-dollar-index>

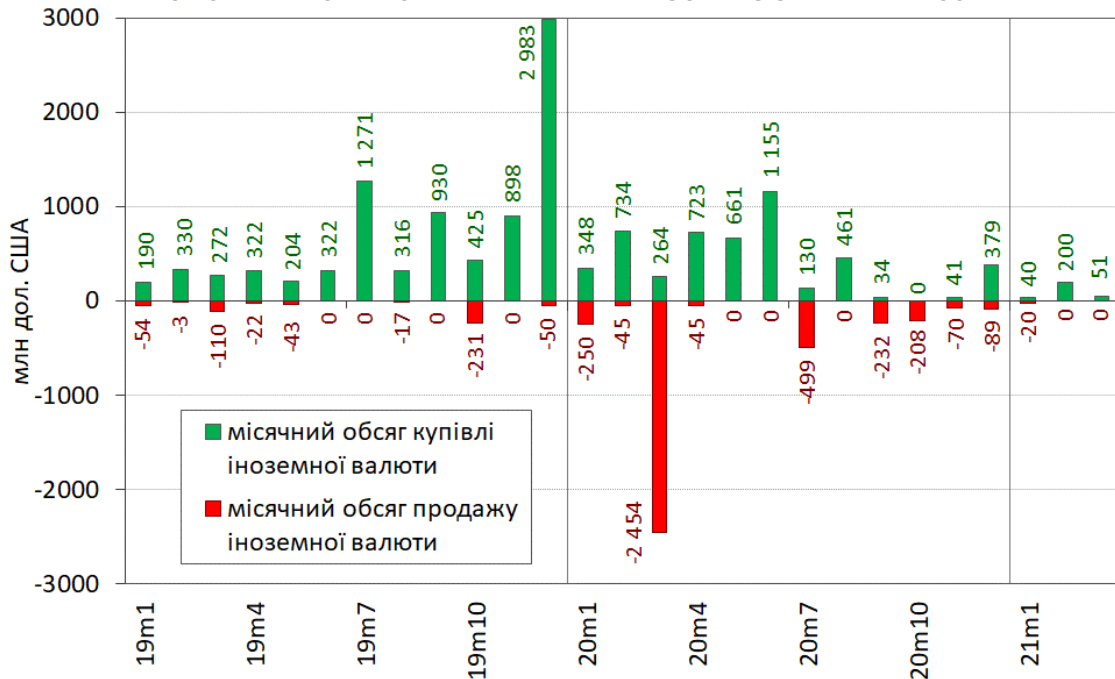
Визначальний обсяг пропозиції іноземної валюти на міжбанківському ринку забезпечували **експортери продукції АПК**. За підсумками січня – лютого 2021 р. надходження від експорту продовольства (3,4 млрд дол.), попри скорочення порівняно з торішнім показником на 9,8% (через неврожай), становили 44% від загального обсягу експорту товарів.

Крім того, відбулося значне зростання надходжень від експорту чорних та кольорових металів – на 11% до 1,7 млрд дол., мінеральних продуктів (зокрема руди) – на 61,8% до 1,2 млрд дол., продукції хімічної промисловості – на 12% до 0,3 млрд дол. тощо. Загалом обсяг експорту товарів за січень – лютий становив 7,7 млрд дол., зрісши порівняно з відповідним показником минулого року на 3,3%, тоді як імпорт товарів зріс на 3,2% до 8,6 млрд дол.

До середини березня тривало збільшення **вкладень нерезидентів в ОВДП**, що створювало істотний ревальваційний тиск на гривню. 19 березня портфель нерезидентів сягнув локального максимуму 106,1 млрд грн, збільшившись з початку року на 20,8 млрд грн або понад 0,7 млрд дол. Після цього, внаслідок загострення безпекових ризиків та зростання напруги на світових фінансових ринках, відбулося його скорочення до рівня 97,2 млрд грн станом на 23 квітня (граф. 7).

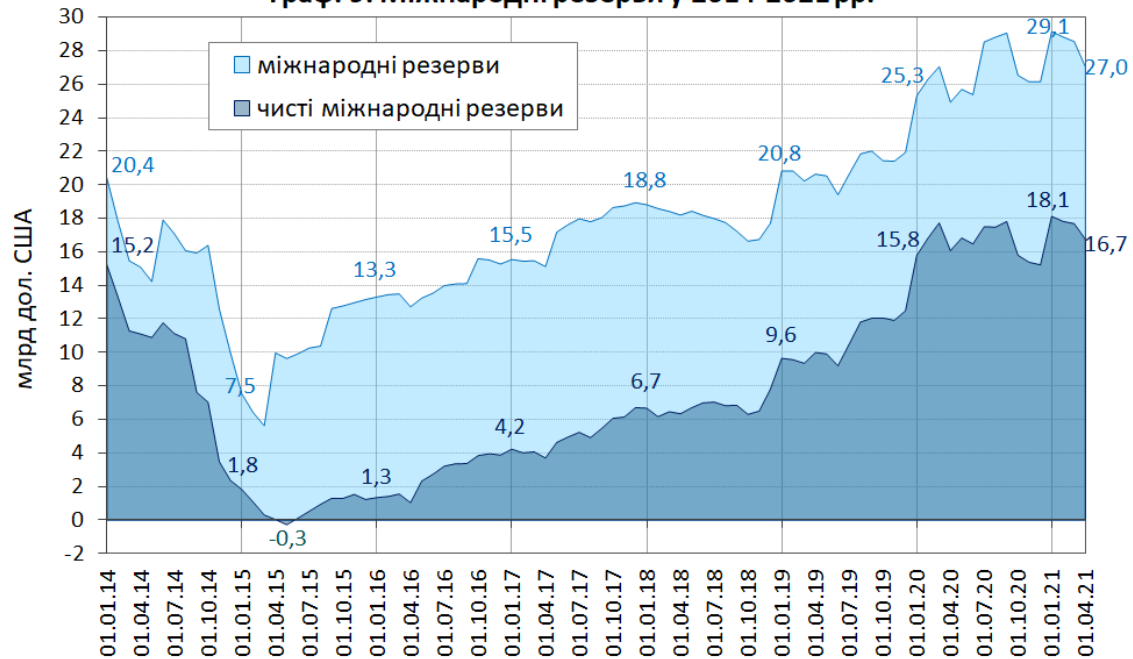


**Вплив Національного банку на кон'юнктуру валютного ринку був незначним.** За період з початку року обсяг купівлі регулятором іноземної валюти становив 290,5 млн дол., продажу – 70 млн дол. (4 січня – 20 млн дол. та 2 квітня – 50 млн дол.). Таким чином, додатне сальдо інтервенцій станом на 23 квітня становило 220,5 млн дол.

**Граф. 8. Інтервенції НБУ на валютному ринку у 2019-2021 рр.**


Дані НБУ, візуалізація Growford Institute

За підсумками I кварталу 2021 р. обсяг міжнародних резервів зменшився на 2 098 млн дол. до 27 035 млн дол. (4,3 місяця майбутнього імпорту), чистих міжнародних резервів – на 1 370 млн дол. до 16 745 млн дол. (граф. 9).

**Граф. 9. Міжнародні резерви у 2014-2021 рр.**


Дані НБУ, візуалізація Growford Institute

Зменшення міжнародних резервів відбулося внаслідок значних виплат за державним боргом: за даними НБУ, обсяг платежів з погашення та обслуговування державного боргу в іноземній валюті (включно з ОВДП) у I кварталі 2021 р. становив близько 3 млрд дол.

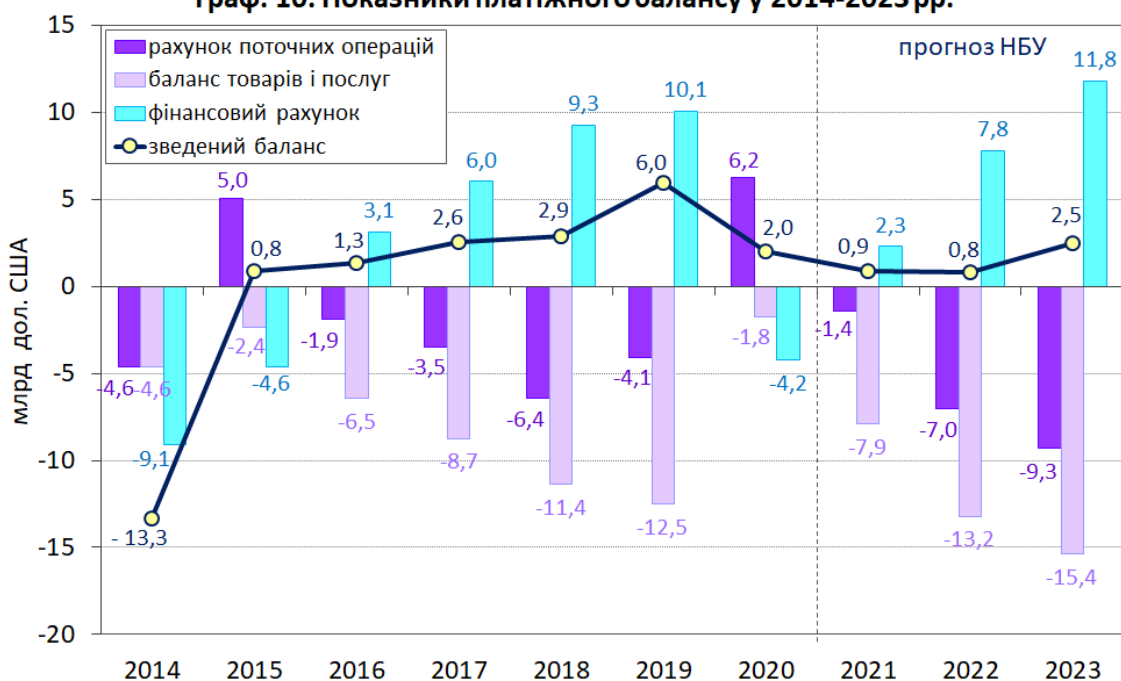
Ще однією статтею зменшення міжнародних резервів була переоцінка фінансових інструментів на 0,4 млрд дол. (через зміну ринкової вартості та курсів валют).

Джерелом збільшення міжнародних резервів (крім чистої купівлі НБУ валюти на ринку) були надходження від розміщення ОВДП в іноземній валюті на 893,2 млн дол. і 70,5 млн євро.

Державний бюджет на 2021 р. передбачає середньорічний рівень обмінного курсу 29,1 грн/дол., очікування бізнесу щодо динаміки курсу на наступні 12 місяців<sup>19</sup> – 29,15 грн/дол. Однак, аналіз квітневого прогнозу МВФ свідчить, що фахівці фонду передбачають середньорічний курс 27,98 грн/дол.

Очікувати відносної курсової стабільності дає підстави квітневий прогноз Національного банку, який передбачає, що у 2021 р. (та двох наступних роках) дефіцит поточного рахунку платіжного балансу буде компенсований за рахунок припливу коштів за фінансовим рахунком (граф. 10).

**Граф. 10. Показники платіжного балансу у 2014-2023 рр.**



Дані НБУ, візуалізація Growford Institute

Отже, аналіз кон'юнктури валютного ринку свідчить, що **курсова політика** Національного банку протягом перших чотирьох місяців 2021 р. **була достатньо виваженою і загалом відповідала його основній функції.**

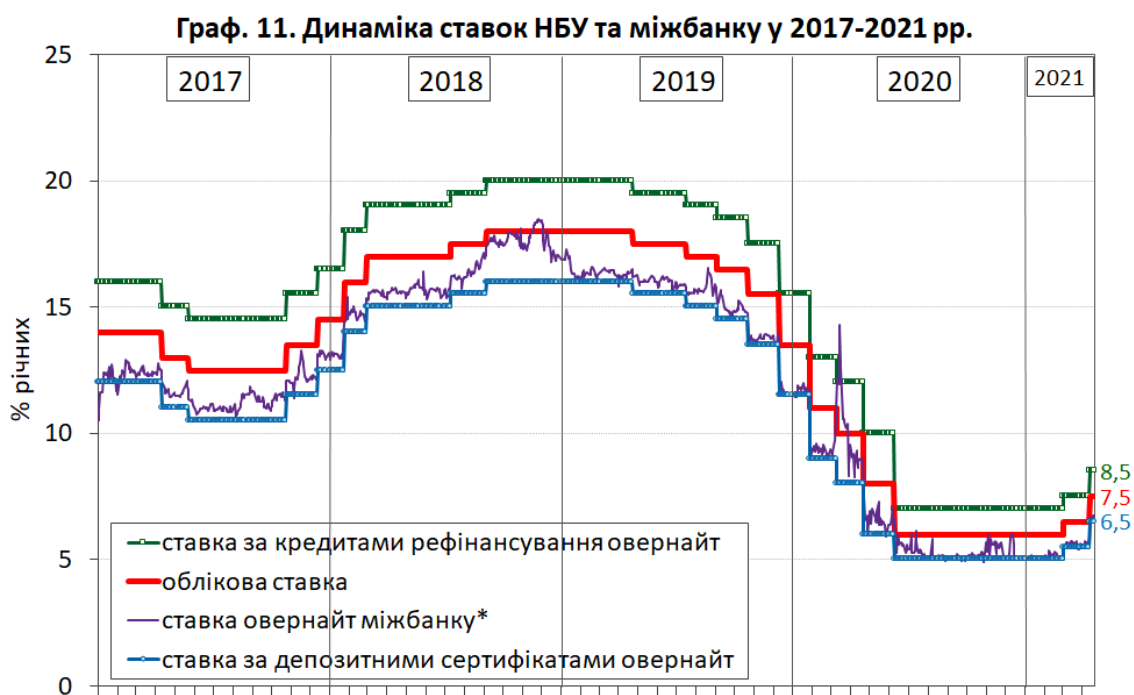
<sup>19</sup> <https://bank.gov.ua/ua/news/all/dilovi-ochukuvannya-pidpriyemstv-i-kvartal-2021-roku>

## ПРОЦЕНТНІ СТАВКИ

З весни 2020 р. за обліковою ставкою Національний банк розміщує депозитні сертифікати на 7 днів та надає банкам рефінансування до 90 днів. Коридор ставок за кредитами і депозитами овернайт з червня 2020 р. встановлено на рівні облікової ставки +/- 1 п. п.

З огляду на екстраординарні обставини та надмірно жорсткі «стартові» монетарні умови, зниження облікової ставки у 2020 р. з 13,5% до 6% було недостатньо для ефективної протидії кризі. Фактичною відповіддю НБУ на кризу стало зниження облікової ставки на 1 п. п., оскільки «докризовий» прогноз передбачав її зниження протягом 2020 р. до 7%.

Наслідком недостатнього пом'якшення процентної політики НБУ стала фактична відсутність прогресу в кредитуванні бізнесу (на ринкових умовах), а також підвищення вартості державних запозичень у другій половині 2020 р.



\* 2017-2018 - UIIR, 2019-19.06.2020 - PreUONIA, з 22.06.2020 - UONIA

Дані НБУ, візуалізація Growford Institute

**Облікова ставка** залишалася незмінною (на рівні 6%) протягом майже дев'яти місяців, але з 5 березня 2021 р. Національний банк підвищив її до 6,5%<sup>20</sup>. Підставою для посилення жорсткості процентної політики НБУ було названо «суттєве посилення фундаментального інфляційного тиску впродовж останніх місяців».

<sup>20</sup> <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-pidvischiv-oblikovu-stavku-do-65>

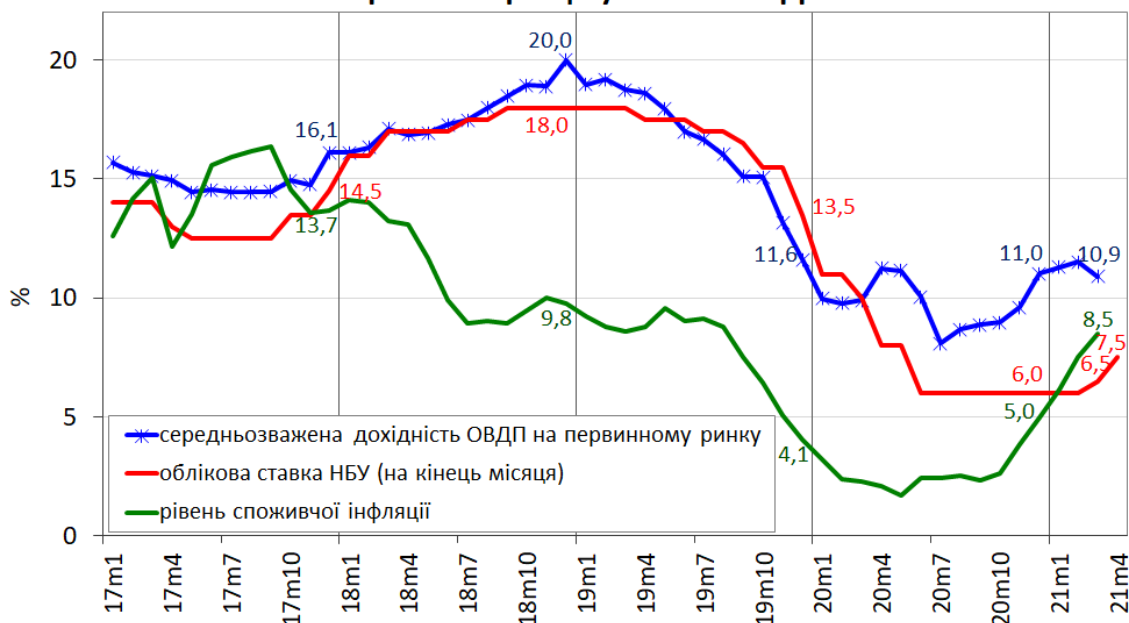
Повністю усвідомлюючи та водночас ігноруючи той факт, що інфляція прискорилась внаслідок впливу немонетарних чинників, а також не зважаючи на подальше зниження ВВП і складну епідемічну ситуацію, Національний банк продовжив посилювати жорсткість монетарної політики, **підвищивши облікову ставку з 16 квітня до 7,5%<sup>21</sup>** (граф. 11).

Водночас, Національний банк наголосив, що готовий і надалі продовжувати цикл підвищення облікової ставки до рівня, який забезпечить повернення інфляції до цілі 5% у першому півріччі 2022 року.

**Динаміка ставок на міжбанківському ринку** (які є операційною ціллю процентної політики НБУ) відповідала динаміці облікової ставки. Протягом січня – квітня ставки за бланковими кредитами і депозитами банків тяжіли до нижньої межі коридору ставок овернайт НБУ (ставки за депозитними сертифікатами овернайт), що відповідало тенденції попередніх років та було обумовлено профіцитом ліквідності в банківській системі.

**Дохідність ОВДП** на первинному ринку (після істотного зростання в грудні 2020 р.) протягом I кварталу 2021 р. мала тенденцію до помірному зниженню. Зростання середньозваженого показника у січні та лютому (граф. 12) було обумовлене збільшенням частки розміщення облігацій на термін понад 1 рік, ставки за якими є вищими.

**Граф. 12. Облікова ставка, дохідність ОВДП та рівень інфляції у 2017-2021 рр.**



Дані НБУ, розрахунки і візуалізація Growford Institute

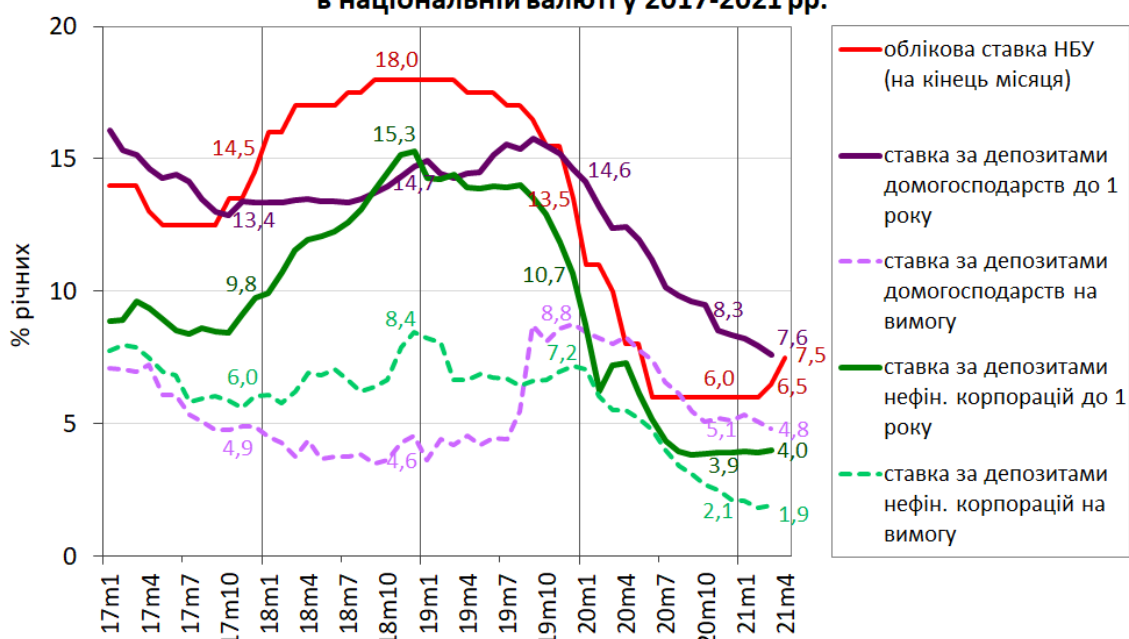
<sup>21</sup> <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-pidvischiv-oblikovu-stavku-do-75>

На початку квітня ставки за короткостроковими ОВДП продовжували знижуватись, проте оприлюднення статистики щодо інфляції у березні та підвищення облікової ставки до 7,5% припинили цю тенденцію. Як наслідок, дохідність облігацій з терміном обігу до 3 місяців зросла з 7,77% на аукціоні 6 квітня до 8,50% на аукціоні 20 квітня.

Зважаючи на значний профіцит ліквідності банківської системи та низьку кредитну активність, **ставки за депозитами домогосподарств** не відреагували ні на прискорення темпів інфляції, ні на підвищення облікової ставки. Середньозважена ставка за депозитами в національній валюті знизилась з 7,6% в грудні 2020 р. до 7,0% у березні 2021 р., зокрема за депозитами до 1 року – з 8,3% до 7,6%, за депозитами на вимогу – з 5,1% до 4,8% (граф. 13). Ставка за депозитами в іноземній валюті знизилась за I квартал з 1,2% до 0,7%.

Щоденна динаміка Українського індексу ставок за депозитами фізичних осіб (UIRD) свідчить, що підвищення облікової ставки до 7,5% у квітні також не змінило ситуації.

**Граф. 13. Динаміка облікової ставки та ставок за депозитами в національній валюті у 2017-2021 рр.**



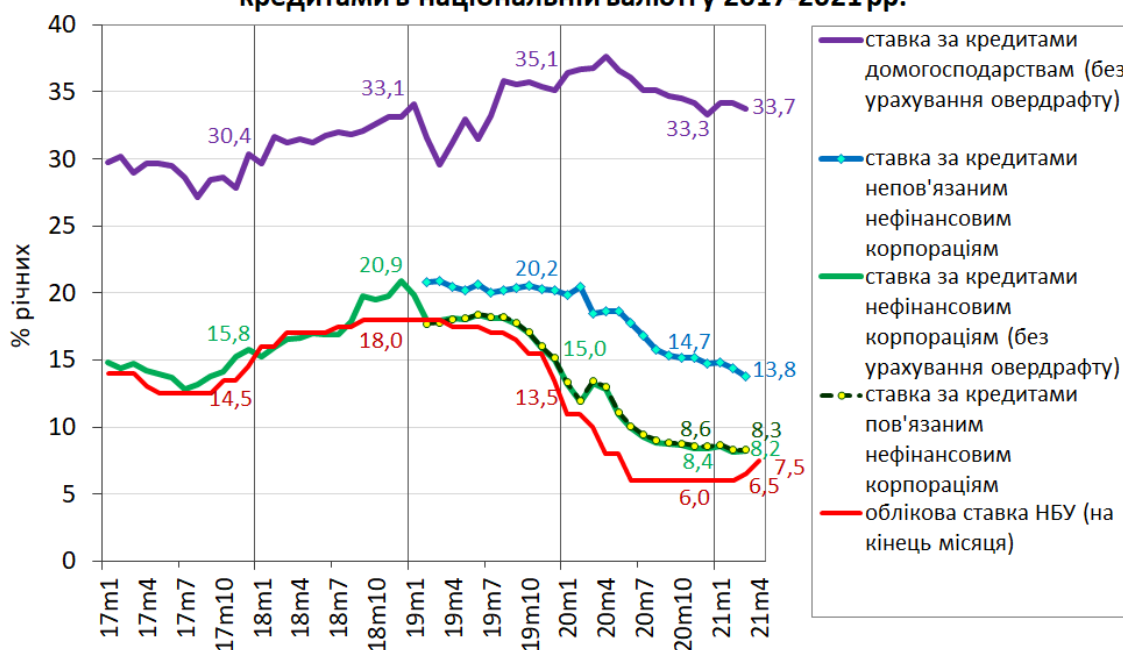
Дані НБУ, візуалізація Growford Institute

**Ставки за депозитами нефінансових корпорацій у гривні** після підвищення облікової ставки у березні на 0,5 п. п. продемонстрували «готовність» до зростання: ставка за депозитами до 1 року за місяць зросла з 3,9% до 4,0%, за коштами на вимогу – з 1,8% до 1,9% (граф. 13). Натомість, ставка за депозитами корпорацій в іноземній валюті знизилась у березні з 1,2% до 0,9%.

**Середньозважена ставка за гривневими кредитами банків нефінансовим корпораціям (без урахування овердрафту) протягом I кварталу 2021 р. знизилась з 8,4% до 8,2% (враховуючи зростання на 0,1 п. п. у березні), що було обумовлено зниженням ставки за кредитами пов'язаним корпоративним позичальникам з 8,6% до 8,3% (граф14).**

Ставка за кредитами непов'язаним нефінансовим корпораціям з початку року знизилась з 14,7% до 13,8%. Той факт, що ставка непов'язаним позичальникам практично не впливає на величину середньозваженої ставки за кредитами, дає підстави висновувати, що абсолютна більшість корпоративних кредитів надається банками пов'язаним позичальникам.

**Граф. 14. Динаміка облікової ставки та ставок за новими кредитами в національній валюті у 2017-2021 рр.**



Дані НБУ, візуалізація Growford Institute

Національний банк в Інфляційному звіті<sup>22</sup> повідомив, що з початку квітня більшість ставок припинили зниження, а окремі з них незначно підвищилися. Відтак можна припустити, що в найближчі роки ринкові ставки за кредитами бізнесу так і не досягнуть однознакового рівня.

Тим часом, у «Ділових очікуваннях підприємств України за I квартал 2021 року»<sup>23</sup> (оцінку яких здійснює сам НБУ) йдеться про те, що «**найсуттєвішою перешкодою для залучення нових кредитів залишаються високі ставки за кредитами**».

<sup>22</sup> [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/IR\\_2021-Q2.pdf?v=4](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2021-Q2.pdf?v=4)

<sup>23</sup> <https://bank.gov.ua/ua/news/all/dilovi-ochikuvannya-pidpriyemstv-i-kvartal-2021-roku>

Підсумовуючи, слід акцентувати увагу на тому, що з огляду на стан економіки рівень облікової ставки на початок 2021 р. (6%) не можна вважати низьким. Виходячи з цього, **рішення Національного банку розпочати цикл посилення жорсткості монетарних умов вбачається хибним.**

З одного боку, це не матиме бажаного впливу на інфляційну динаміку, оскільки прискорення темпів інфляції має переважно немонетарний характер.

З іншого боку, підвищення облікової ставки (особливо, збільшення «кроку» до 1 п. п. у квітні) матиме низку негативних наслідків.

Практично доконаним фактом є припинення процесу зниження ставок за кредитами в корпоративний сектор, що нівелює шанси на відновлення повноцінного кредитного процесу та динамічне зростання економіки. Підвищення облікової ставки (за наявних обставин) може призвести до обмеження пропозиції товарів та послуг і в такий спосіб стимулювати інфляцію в тривалій перспективі.

Ще одним негативним наслідком посилення жорсткості монетарної політики стане збільшення видатків на обслуговування внутрішнього державного боргу, величина яких в бюджеті на 2021 р. запланована в сумі 103,2 млрд грн. Згідно з нашими оцінками, підвищення облікової ставки до 7,5% генеруватиме додаткові річні видатки бюджету на обслуговування гривневих ОВДП, які розміщуватимуться у квітні – грудні 2021 р., обсягом близько 3,5 млрд грн<sup>24</sup>.

Крім того, враховуючи наявний профіцит ліквідності банківської системи, кожен додатковий відсотковий пункт облікової ставки збільшує процентні витрати НБУ за депозитними сертифікатами на 1 – 1,5 млрд грн у річному вимірі.

Квітневий прогноз НБУ щодо динаміки облікової ставки передбачає її незмінність на рівні 7,5% до II кварталу 2022 р. Проте, як впливає з підсумків дискусії членів комітету з монетарної політики НБУ<sup>25</sup>, ризик подальшого підвищення облікової ставки залишається актуальним.

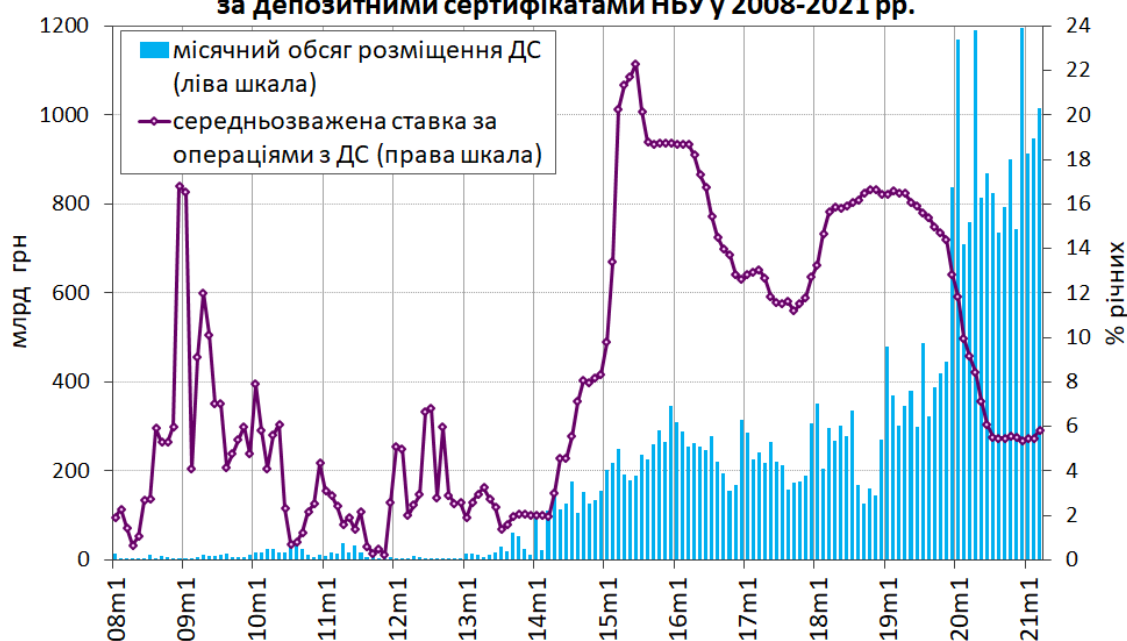
<sup>24</sup> [https://biz.censor.net/columns/3260728/rshennya\\_nbu\\_tsnoyu\\_35\\_mlrd\\_grn\\_dlya\\_derjavnogo\\_byudjetu](https://biz.censor.net/columns/3260728/rshennya_nbu_tsnoyu_35_mlrd_grn_dlya_derjavnogo_byudjetu)

<sup>25</sup> <https://bank.gov.ua/ua/news/all/pidsumki-diskusiyi-chleniv-komitetu-z-monetarynoi-politiki-natsionalnogo-banku-schodo-rivnya-oblikovoyi-stavki-14-kvitnya-2021-roku>

## ЛІКВІДНІСТЬ БАНКІВСЬКОЇ СИСТЕМИ

У межах сформованої деструктивної моделі управління ліквідністю банківської системи обсяги мобілізаційних операцій (обороти) зростають незалежно від рівня облікової ставки, а отже й ставок за депозитними сертифікатами (граф. 15). За підсумками I кварталу 2021 р. обсяг розміщення депозитних сертифікатів становив **2,9 трлн грн**, що перевищує відповідний показник минулого року і є близьким до річних обсягів 2015 – 2018 рр.

**Граф. 15. Обсяги розміщення та ставка за депозитними сертифікатами НБУ у 2008-2021 рр.**



Дані НБУ, розрахунки і візуалізація Growford Institute

На кінець I кварталу залишок мобілізованих коштів порівняно з початком року зменшився на 20,1 млрд грн (до 143,5 млрд грн), що справило найбільший вплив на коррахунки банків у напрямі зростання.

**Табл. 1. Операції з депозитними сертифікатами НБУ у 2015-2021 рр., млрд грн**

	2015	2016	2017	2018	2019	I кв. 2020	2020	I кв. 2021
Обсяг розміщення депозитних сертифікатів	2 849,2	2 946,9	2 667,0	2 898,9	5 074,4	2 637,5	10 697,2	2 874,2
Залишок мобілізованих коштів, на кінець періоду	89,8	68,2	67,2	62,1	152,2	115,5	163,6	143,5
Процентні витрати НБУ за депозитними сертифікатами	8,2	9,6	6,4	7,5	9,6	4,7*	10,5	2,0*

Дані НБУ, \* - розрахунки Growford Institute

**Середньоденні залишки мобілізованих коштів у I кварталі 2021 р. становили 135,4 млрд грн, що менше значення I кварталу 2020 р. (166,4 млрд грн), проте істотно перевищує показник попереднього кварталу (114,5 млрд грн).**

Загальний обсяг операцій з **рефінансування банків** за підсумками I кварталу 2021 р. становив 23,9 млрд грн (табл. 2). Двократне зменшення обсягу порівняно з відповідним показником попереднього року (50,0 млрд грн) було обумовлене значно меншим попитом на кредити овернайт в умовах відносної стабільності валютного ринку.

Обсяг кредитів, наданих через тендер, за січень – березень 2021 р. становив 23,9 млрд грн, перевищивши показник I кварталу 2020 р. (табл. 2), проте значно поступившись обсягу IV кварталу (70,4 млрд грн).

**Довгострокового рефінансування** на термін від 1 до 5 років протягом I кварталу було надано на 20,3 млрд грн. У березні відбулося різке зменшення попиту на довгострокове рефінансування<sup>26</sup>, що вірогідно пов'язано як з фактичним, так і з очікуваним посиленням жорсткості монетарної політики (довгострокове рефінансування надається під плаваючу ставку на рівні облікової).

**Табл. 2. Надання ліквідності банкам у 2015-2021 рр., млрд грн**

	2015	2016	2017	2018	2019	I кв. 2020	2020	I кв. 2021
<b>Загальний обсяг рефінансування</b>	<b>75,4</b>	<b>66,3</b>	<b>41,3</b>	<b>181,2</b>	<b>102,0</b>	<b>50,0</b>	<b>168,1</b>	<b>29,3</b>
у тому числі:								
кредити овернайт	49,2	18,4	22,9	144,6	39,3	31,7	44,3	5,3
кредити, отримані шляхом участі в тендері	12,1	32,4	12,8	36,6	62,7	18,3	123,8	23,9
інші кредити (репо, своп, стабілізаційні, для збереження ліквідності тощо)	14,1	15,5	5,5		0,033			
<b>Залишок заборгованості банків за кредитами рефінансування (без неплатоспроможних), на кінець періоду</b>	н/д	<b>22,9</b>	<b>18,2</b>	<b>14,0</b>	<b>7,7</b>	<b>7,7</b>	<b>61,9</b>	<b>68,8</b>

*Дані НБУ*

Усього з травня 2020 р. було надано довгострокового рефінансування на **68,8 млрд грн**, що повною мірою визначило загальний **залишок за кредитами рефінансуванням** (без неплатоспроможних банків<sup>27</sup>) на кінець I кварталу (з початку року збільшився на 6,9 млрд грн, відповідним чином вплинувши на ліквідність банківської системи).

За рахунок **чистої купівлі Національним банком валюти** на міжбанківському ринку обсяг ліквідності банків за січень – березень збільшився на 7,2 млрд грн, внаслідок зменшення **обсягу готівки** (поза банками і в касах банків) – на 4,7 млрд грн.

<sup>26</sup> У січні було надано довгострокового рефінансування на 8,5 млрд грн, в лютому – 9,3 млрд грн, в березні – 2,5 млрд грн, у квітні – 2,4 млрд грн.

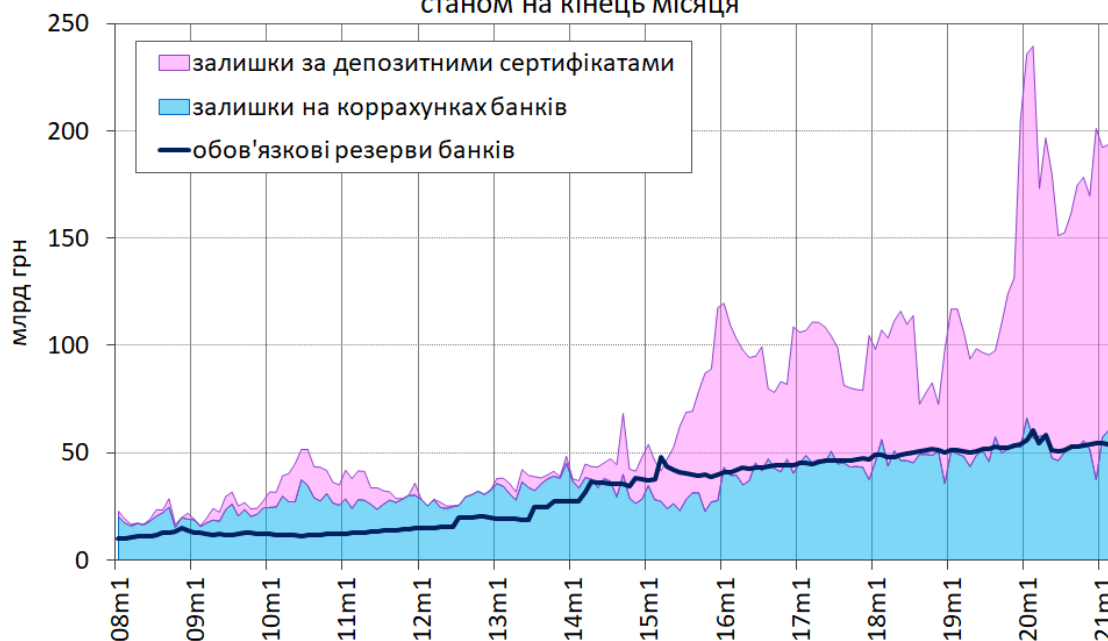
<sup>27</sup> Заборгованість неплатоспроможних банків за кредитами рефінансування на кінець березня становила 34,1 млрд грн, зменшившись з початку року на 1,2 млрд грн.

Натомість, **операції Держказначейства** мали стерилізаційний ефект: протягом I кварталу за рахунок цього фактору ліквідність банків зменшилась на 24,4 млрд грн.

Внаслідок різноспрямованого впливу усіх вищезазначених факторів **залишки на коррахунках** банків за I квартал 2021 р. збільшились на 17,4 млрд грн до 54,9 млрд грн.

**Середньоденний обсяг загальної ліквідності банків** (сума коштів на коррахунках і в депозитних сертифікатах) у I кварталі 2021 р. становив 191 млрд грн, що майже вчетверо перевищує нормативний обсяг обов'язкових резервів (граф. 16).

**Граф. 16. Ліквідність банківської системи у 2008-2021 рр., станом на кінець місяця**



Дані НБУ, візуалізація Growford Institute

Збільшення залишків на коррахунках банків на 17,4 млрд грн разом зі зменшенням обсягу готівки на 4,7 млрд грн забезпечили **приріст грошової бази** за підсумками I кварталу 2021 р. на **12,7 млрд грн** (або 2,1%) до 608,7 млрд грн.

За нашими розрахунками, **процентні витрати НБУ за депозитними сертифікатами у I кварталі 2021 р. становили 2 млрд грн**, що більш ніж удвічі менше обсягу за I квартал 2020 р. (4,7 млрд грн), проте перевищує значення попереднього кварталу (1,7 млрд грн). Враховуючи наявний профіцит ліквідності банківської системи та підвищення облікової ставки до 7,5% можна спрогнозувати, що загалом за 2021 р. процентні витрати НБУ за депозитними сертифікатами будуть близькими до рекордного обсягу 2020 р.

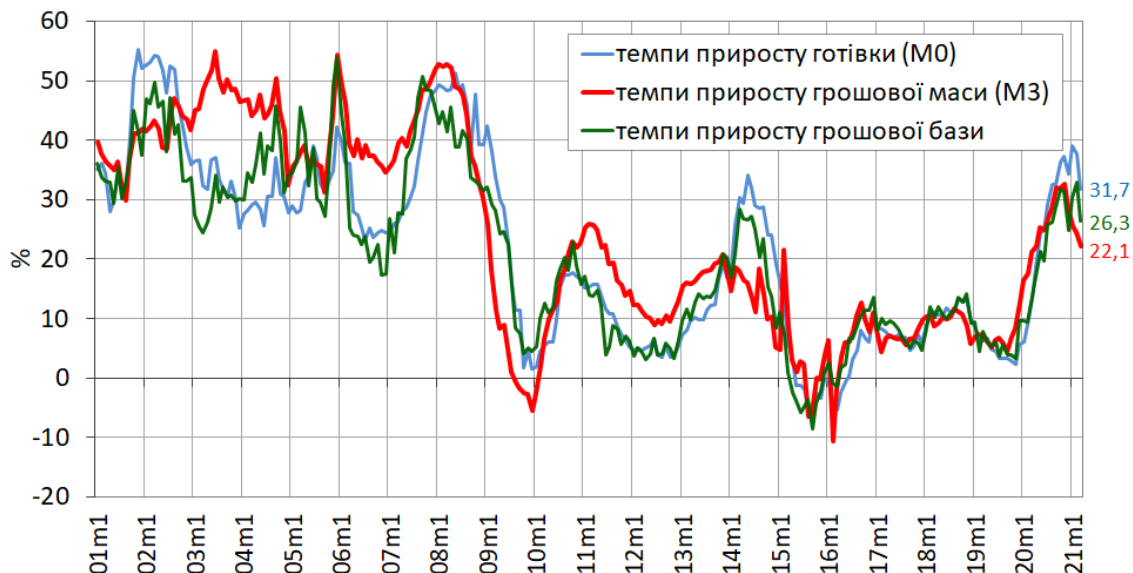
## ПРОПОЗИЦІЯ ГРОШЕЙ

За підсумками I кварталу 2021 р. **грошова маса (МЗ)** збільшилась на 2,4 млрд грн (0,1%) до 1 852,4 млрд грн, що було зумовлено

- ↑ збільшенням обсягу депозитів на 5,8 млрд грн (0,4%) до 1 337,1 млрд грн з одночасним
- ↓ скороченням обсягу готівки поза банками (М0) на 3,3 млрд грн (0,6%) до 512,8 млрд грн<sup>28</sup>.

Річні темпи приросту грошової маси досягнули локального максимуму (32,7%) у листопаді 2020 р. (найвищий показник з кінця 2008 р.), після чого відбулося різке уповільнення до 22,1% на кінець I кварталу 2021 р. (граф. 17).

**Граф. 17. Темпи приросту грошових агрегатів М0, МЗ та грошової бази у 2001-2021 рр., місяць до відповід. місяця поперед. року**



Дані НБУ, візуалізація Growford Institute

Під впливом карантинних обмежень та збереження невизначеності щодо розвитку економіки на початку року не відбулося скорочення **готівки** у звичних обсягах. Як наслідок, річні темпи приросту готівки поза банками у січні 2021 р. сягнули 39,1% (найвищий рівень з лютого 2009 р.)<sup>29</sup>, але станом на кінець I кварталу знизилась до 31,7%.

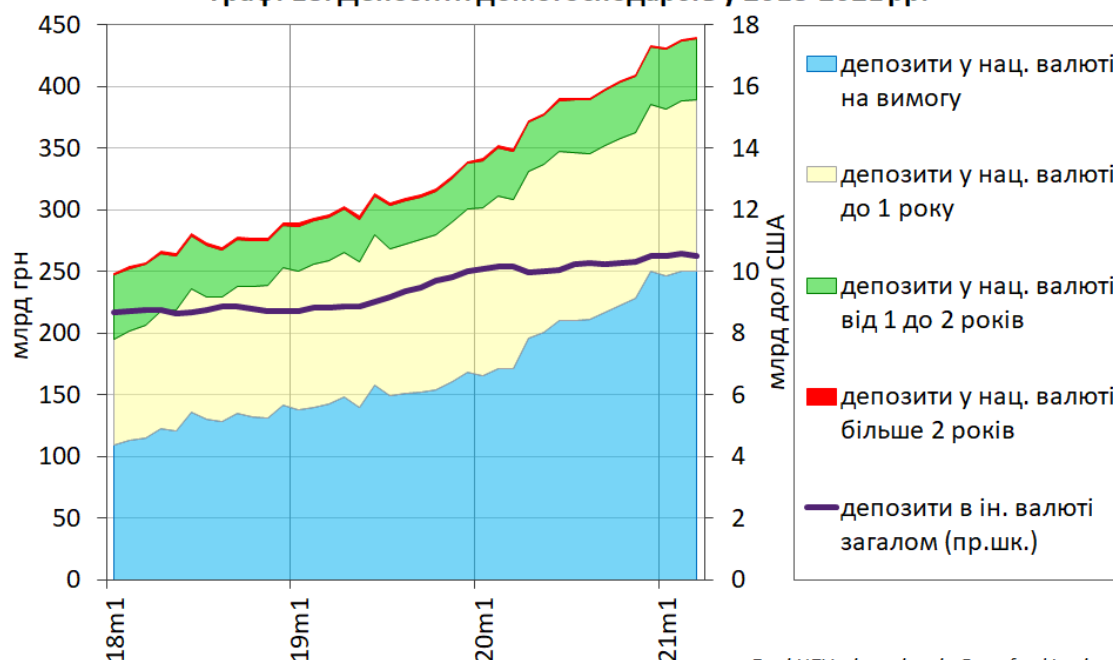
<sup>28</sup> Грошовий агрегат МЗ включає також ощадні (депозитні) сертифікати комерційних банків, обсяг яких за I квартал 2021 р. зменшився на 74 млн грн до 2 570 млн грн.

<sup>29</sup> Різке збільшення попиту на готівку у 2020 р. відбулося внаслідок поєднання у часі кількох факторів: зростання невизначеності в умовах кризи, посилення жорсткості правил фінансового моніторингу та запровадження вимог щодо використання касових апаратів ФОП (так звана фіскалізація), з подальшим відтермінуванням частини з них.

Після стрімкого нарощування **депозитів домогосподарств** протягом 2020 р.<sup>30</sup>, у I кварталі 2021 р. фактично відбулася стабілізація обсягів. Депозити домогосподарств (разом з ФОП) за три місяці зросли лише на 2,4 млрд грн (0,3%) до 732,8 млрд грн, у т. ч. **в національній валюті** – на 6,2 млрд грн (1,4%) до 439,6 млрд грн.

На відміну від попереднього року, коли зростання гривневих депозитів відбулося переважно за рахунок збільшення коштів на вимогу (граф. 18), у I кварталі 2021 р. приріст відбувся виключно за рахунок строкових вкладень на 6,5 млрд грн (тоді як кошти на вимогу скоротилися на 0,3 млрд грн). Зазначена зміна кон'юнктури може свідчити не так про «вичерпання потенціалу подальшого зниження ставок» (як вважають в НБУ), як про вичерпання джерел поповнення депозитів.

**Граф. 18. Депозити домогосподарств у 2018-2021 рр.**

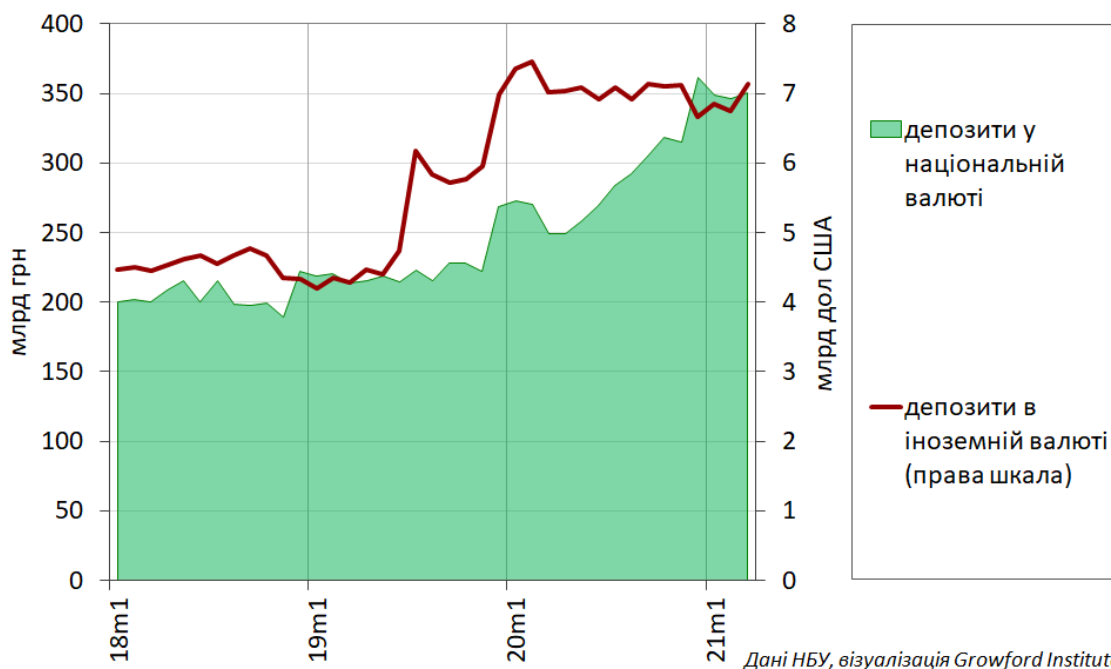


Дані НБУ, візуалізація Growford Institute

Депозити домогосподарств **в іноземній валюті** протягом I кварталу 2021 р. внаслідок курсової переоцінки скоротилися на 3,8 млрд грн (1,3%) до 293,1 млрд грн, а їх доларовий еквівалент залишився практично незмінним.

Загальний обсяг **депозитів нефінансових корпорацій** за підсумками I кварталу 2021 р. зріс лише на 0,2 млрд грн до 549,7 млрд грн. Приріст був забезпечений за рахунок збільшення депозитів **в іноземній валюті** на 10,8 млрд грн (0,48 млрд дол.), тоді як кошти **в національній валюті** скоротилися на 10,6 млрд грн до 350,7 млрд грн (граф. 19).

<sup>30</sup> Стрімке зростання обсягу гривневих депозитів було обумовлене впливом таких факторів: витрачання бюджетних коштів на соціальні потреби, конвертація частини переказів трудових мігрантів та зростання заробітної плати на тлі падіння споживчих настроїв.

**Граф. 19. Депозити нефінансових корпорацій у 2018-2021 рр.**


Як ми й передбачали на початку кризи, стрімке зростання грошових агрегатів у 2020 р. не мало негативного впливу на цінову та фінансову стабільність. Прискорення темпів інфляції мало переважно немонетарний характер.

Водночас, зважаючи на символічний характер антикризових заходів НБУ, істотне збільшення кількості грошей стало, фактично, найбільш дієвим компенсатором примусового скорочення ділової активності та, відповідно, зниження попиту.

Рівень монетизації економіки (відношення грошової маси до ВВП) у 2020 р. зріс на 5,1 п. п. до 39,2%, лише незначно компенсувавши стрімке скорочення упродовж п'яти попередніх років (протягом 2015 – 2019 рр. рівень монетизації знизився з 58,8% до 34,1%).

Проте, виходячи з квітневого Інфляційного звіту НБУ, процес відновлювального зростання кількості грошей (відносно ВВП) можна вважати завершеним: прогнози регулятора щодо номінального ВВП та темпів зростання грошової маси<sup>31</sup> свідчать, що рівень монетизації у 2021 р. збільшиться лише до 40,5%.

<sup>31</sup> Прогноз НБУ передбачає, що у 2021 р. номінальний ВВП становитиме 4 955 млрд грн, а грошова маса збільшиться на 16,7%.

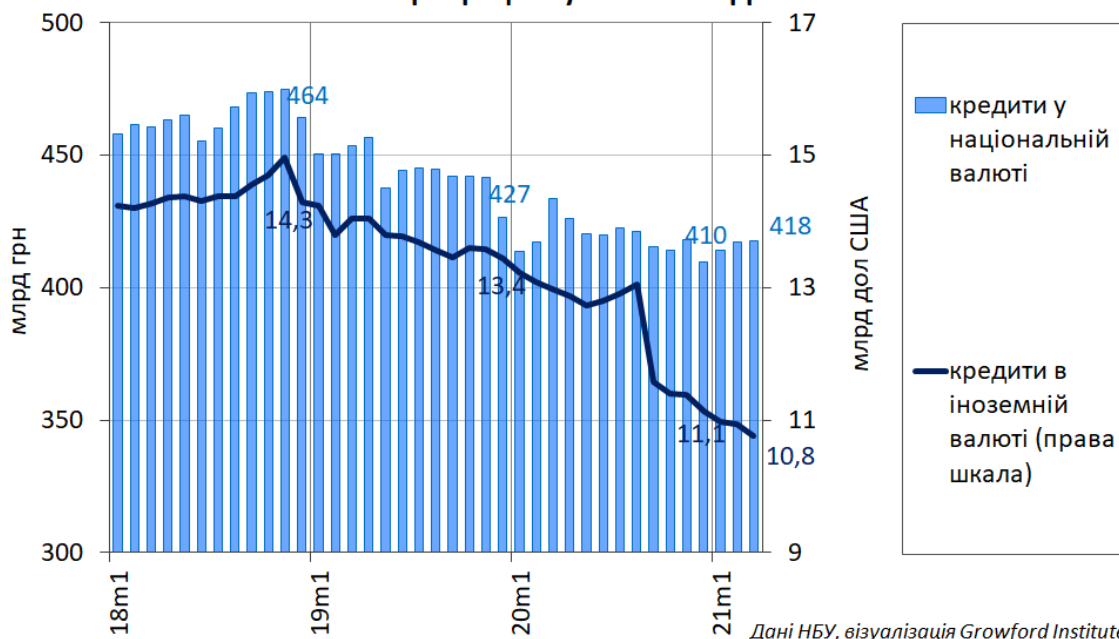
## КРЕДИТУВАННЯ ЕКОНОМІКИ

**Загальний обсяг банківських кредитів в економіку** за підсумками I кварталу 2021 р. збільшився лише на 3,6 млрд грн (0,4%) до 952,0 млрд грн, у т. ч. в національній валюті – на 17,6 млрд грн (2,9%) до 618,1 млрд грн. Натомість, кредити в іноземній валюті (у гривневому еквіваленті) скоротились на 14,0 млрд грн (4,0%) до 333,9 млрд грн.

Залишки за **кредитами нефінансовим корпораціям** протягом січня – березня зменшились на 6,4 млрд грн (0,9%) до 717,8 млрд грн, що відбулось за рахунок скорочення залишків за кредитами в іноземній валюті на 14,4 млрд грн (4,6%) до 300,3 млрд грн (внаслідок списання непрацюючих кредитів та курсової переоцінки).

Обсяг гривневих кредитів нефінансовим корпораціям (граф. 20) за три місяці збільшився на 8,0 млрд грн (2%) до 417,5 млрд грн.

**Граф. 20. Залишки за кредитами банків нефінансовим корпораціям у 2018-2021 рр.**



Починаючи з лютого 2021 р. відбулося значне збільшення обсягів кредитів, що надаються за програмою **«Доступні кредити 5-7-9%»**, що було обумовлено змінами<sup>32</sup>, ухваленими наприкінці 2020 р. Дію програми було поширено на більшу кількість суб'єктів господарювання (за рахунок збільшення ліміту річного доходу з 10 до 20 млн євро), пом'якшено умови надання кредитів на період карантину (для кредитів на фінансування оборотного капіталу встановлено компенсацію процентів до 0%) тощо.

<sup>32</sup> <https://www.kmu.gov.ua/news/kabmin-shvaliv-zmini-do-derzhavnoyi-programi-dostupni-krediti-5-7-9-dlya-pidtrimki-malogo-ta-serednogo-biznesu-v-umovah-karantinu>

Як наслідок, за підсумками I кварталу 2021 р. за програмою було надано близько 5 тис позик на 13,4 млрд грн, тоді як за весь попередній період – 7,6 тис позик на 17,5 млрд грн. У квітні (станом на 26 число) було надано кредитів ще на 5 млрд грн, таким чином загальний обсяг кредитів за програмою сягнув 35,8 млрд грн (з початку року – 18,3 млрд грн). На рефінансування попередньо отриманих позик було надано 15,7 млрд грн (з початку року – 4,8 млрд грн), на капітальні інвестиції – 5,1 млрд грн (1,7 млрд грн), антикризових кредитів – 15,0 млрд грн (11,8 млрд грн).

Зазначені факти дають можливість припустити, що **весь приріст корпоративних кредитів у гривні за I квартал 2021 р. був забезпечений за рахунок програми «5-7-9%»**, а отже немає жодних підстав говорити про відновлення кредитної активності.

З 1 березня 2021 р. стартувала програма **«Доступна іпотека 7%»**: за два місяці (станом на 26 квітня) банками було підписано 173 кредитні договори на загальну суму 139,25 млн грн<sup>33</sup>.

Проте, потенціал обох програм об'єктивно обмежений тим обсягом коштів, який держава може витратити на компенсацію процентних ставок. Законом про бюджет на 2021 р. на діяльність Фонду розвитку підприємництва (який забезпечує реалізацію обох програм) передбачено лише 2 млрд грн і без збільшення цієї суми (а також вдосконалення критеріїв надання кредитів) можливості державної підтримки кредитування незабаром вичерпаються.

---

Залишки за **кредитами домогосподарств у національній валюті** за підсумками I кварталу 2021 р. збільшились на 9,7 млрд грн (5,6%) до 184,1 млрд грн, у т. ч. на споживчі потреби – на 8,1 млрд грн (5,1%) до 165,6 млрд грн. Проте, зважаючи на волатильність залишків у 2020 р. (граф. 21), зазначене зростання зарано вважати початком нового циклу нарощування споживчих кредитів (за аналогом 2017 – 2019 рр.).

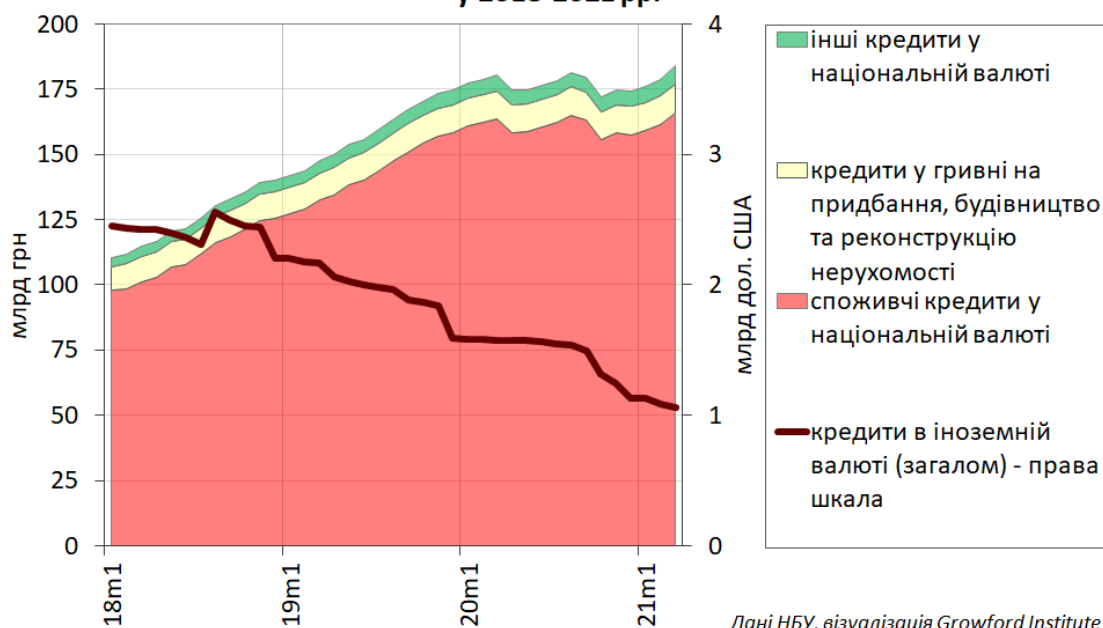
Більше того, на початку 2021 р. НБУ ухвалив рішення щодо підвищення ваг ризику для споживчих кредитів з 100% до 150% у другій половині 2021 р.<sup>34</sup>, що вимагатиме від банків тримати більше капіталу, а отже спонукатиме їх провадити зважену кредитну політику.

Скорочення залишків за кредитами домогосподарствам **в іноземній валюті** (граф. 21) відбулося за рахунок списання непрацюючих активів (оскільки їхня частка перевищує 96%).

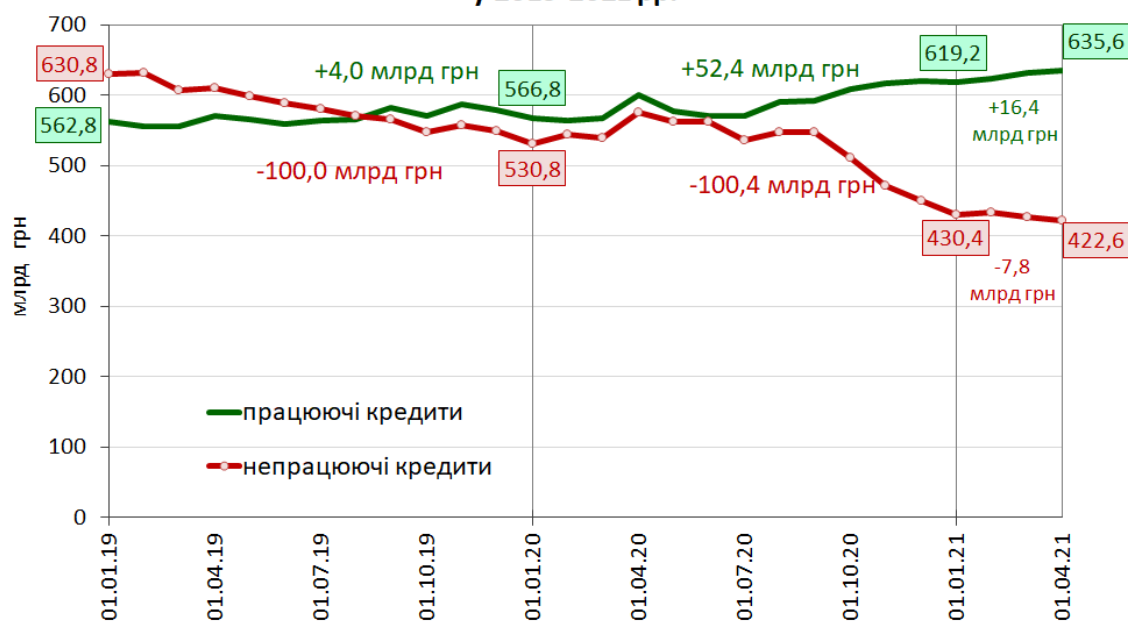
---

<sup>33</sup> [https://www.mof.gov.ua/uk/news/minfin\\_dostupna\\_ipoteka\\_7\\_masshtabuvannia\\_derzhprogrami\\_prodovzhuetsia-2845](https://www.mof.gov.ua/uk/news/minfin_dostupna_ipoteka_7_masshtabuvannia_derzhprogrami_prodovzhuetsia-2845)

<sup>34</sup> <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-pidvischuye-vimogi-do-nezabezpechenih-spojivchih-kreditiv>

**Граф. 21. Залишки за кредитами домогосподарствам у 2018-2021 рр.**


Обсяг **непрацюючих кредитів** загалом по банківській системі протягом I кварталу 2021 р. зменшився на 7,8 млрд грн до 422,6 млрд грн (граф. 22). Водночас, обсяг **працюючих кредитів** за три місяці збільшився на 16,4 млрд грн (до 635,6 млрд грн), зокрема у гривні – на 20,6 млрд грн, тоді як в іноземній валюті скоротився на 4,2 млрд грн. З вказаних 20,6 млрд грн приросту гривневих кредитів на корпоративних позичальників припадає лише 10,7 млрд грн, що менше обсягу кредитів, наданих за цей період за програмою «5-7-9%» (13,4 млрд грн).

**Граф. 22. Обсяг працюючих і непрацюючих кредитів у 2019-2021 рр.**


Основні показники діяльності банків<sup>35</sup> свідчать, що на відміну від 2020 р. у I кварталі 2021 р. кредити, надані клієнтам (у складі активів), відновили зростання – приріст становив 7,1 млрд грн.

Проте, значно динамічніше зростання демонструють вкладення банків в ОВДП, продовживши минулорічну тенденцію. За три місяці їхній обсяг збільшився на 12,6 млрд грн до 600,9 млрд грн, практично зрівнявшись із загальним обсягом працюючих кредитів банків (631,5 млрд грн) та значно перевищивши обсяг працюючих кредитів в корпоративний сектор (425,2 млрд грн). Таким чином, вкладення в ОВДП на кінець I кварталу 2021 р. становили третину (32,7%) від обсягу активів банківської системи (1 835,5 млрд грн).

Слід чітко наголосити, що тенденція до концентрації активів банків у фінансових інструментах є не причиною, а логічним доповненням фактичної відсутності кредитування.

**Збільшення привабливості для банків вкладень у цінні папери (як і зменшення привабливості кредитування) є закономірним наслідком впровадження Національним банком політики інфляційного таргетування починаючи з 2015 р., ключовою особливістю якої було підтримання надвисоких ставок (так звана політика дорогих грошей).**

Крім того, не виправдано жорсткі вимоги до оцінки банками розміру кредитного ризику за активними операціями (постанова НБУ від 30.06.2016 р. № 351) фактично знизили мотивацію банків до кредитування бізнесу та призвели до критичного зменшення обсягів кредитування економіки (рівень покриття кредитами ВВП протягом 2015 – 2020 рр. знизився з 60,9% до 22,9%).

За таких обставин, доступ суб'єктів господарювання до кредитних ресурсів намагається забезпечити Уряд шляхом компенсації процентних ставок за рахунок коштів державного бюджету (програма «5-7-9%»). Натомість, Національний банк, фактично, самоусунувся від вирішення зазначених проблем, наполягаючи, що «головні перешкоди, які стримують кредитування та його здешевлення, є не в площині банківської системи», а «зниження залишків за кредитами (у 2019 – 2020 рр.) передусім спричинене впливом низки суто статистичних ефектів»<sup>36</sup>.

**З високою ймовірністю можна стверджувати, що нещодавнє підвищення облікової ставки до 7,5% лише поглибить вищезазначені проблеми.**

<sup>35</sup> [https://bank.gov.ua/files/stat/Indicators\\_Banks\\_2021-04-01.xlsx](https://bank.gov.ua/files/stat/Indicators_Banks_2021-04-01.xlsx)

<sup>36</sup> Цитати з Інфляційного звіту НБУ за січень 2021 р. (Вставка 6).

## ВИСНОВКИ

Діагностика стану грошової сфери виявила, що найпомітнішою подією у I кварталі 2021 р. було прискорення річних темпів інфляції з 5% в грудні 2020 р. до 8,5% у березні 2021 р. Під час дослідження з'ясовано, що інфляційний сплеск був зумовлений незадовільним врожаєм 2020 р., а також стрімким зростанням світових цін на продовольство та енергоносії. Тобто, причини прискорення темпів інфляції знаходяться поза межами впливу монетарної політики.

У відповідь, Національний банк, перебуваючи в герметичній «матриці» інфляційного таргетування, підвищив облікову ставку з 6% до 7,5%. Більше того, керуючись дискусійним поняттям нейтральної процентної ставки, НБУ переконує, що його монетарна політика (навіть після підвищення облікової ставки) є м'якою і стимулюючою.

Зазначені теоретичні міркування НБУ цілком ігнорують практичні негативні наслідки від підвищення облікової ставки в умовах економічної кризи. Посилення жорсткості монетарної політики не матиме бажаного впливу на інфляційну динаміку, оскільки прискорення темпів інфляції має переважно немонетарний характер. Темпи інфляції очікувано знизяться наприкінці 2021 р. під впливом збільшення пропозиції продовольства нового врожаю та вичерпання статистичного ефекту низької бази порівняння.

Натомість, підвищення облікової ставки матиме наслідком припинення процесу зниження ставок за кредитами в корпоративний сектор, що нівелює шанси на відновлення повноцінного кредитного процесу та динамічне зростання економіки. Посилення жорсткості монетарної політики в умовах кризи чинитиме негативний вплив на виробництво через підвищення ставок за кредитами, а отже обмежуватиме пропозицію товарів та послуг і у такий спосіб стимулюватиме інфляцію в тривалій перспективі.

Ще одним негативним наслідком підвищення облікової ставки стане збільшення видатків на обслуговування внутрішнього державного боргу та процентних витрат НБУ за депозитними сертифікатами.

Крім того, зростання ставок обмежуватиме потенціал програм державної підтримки кредитування («Доступні кредити 5-7-9%» та «Доступна іпотека 7%»), оскільки кількість та обсяг наданих позик є обернено пропорційними величині компенсації ставок.

Таким чином, спроби Національного банку протидіяти прискоренню інфляції шляхом підвищення облікової ставки є контрпродуктивними і ймовірно матимуть протилежний ефект.

Дослідження МВФ свідчать, що підвищення довгострокових ставок у розвинених країнах може призвести до втрати країнами з ринками, що формуються, доступу до зовнішнього ринкового фінансування<sup>37</sup>. За таких непевних обставин, фахівці фонду рекомендують центральним банкам намагатись провадити м'якшу монетарну політику.

Ситуація вимагає мобілізації внутрішніх джерел фінансування економічного розвитку. Це свідчить про актуальність рекомендацій, наданих у попередньому огляді стану грошової сфери. А саме, Національному банку для підтримки економіки в найближчій перспективі необхідно:

- ✓ утриматись від подальшого підвищення облікової ставки. *Фактично, йдеться лише про дотримання НБУ власного прогнозу, який передбачає незмінність облікової ставки;*
- ✓ відновити операції з державними цінними паперами на відкритому ринку з метою зниження їхньої дохідності;
- ✓ запровадити цільове довгострокове рефінансування банків для активізації кредитування реального сектору економіки *(за прикладом TLTROs ЄЦБ та аналогічних інструментів інших центральних банків);*
- ✓ продовжити пом'якшення вимог до формування банками резервів за активними операціями;
- ✓ провадити виважену інформаційну політику, орієнтовану на забезпечення стабільності гривні.

Правлінню НБУ слід виконувати Основні засади грошово-кредитної політики, згідно з якими «у 2021 році та надалі Національний банк продовжить використовувати монетарний режим гнучкого інфляційного таргетування, що ґрунтується на плаваючому обмінному курсі, з акцентом на підтримання фінансової стабільності та забезпечення стійких темпів економічного зростання».

Тобто, під час реалізації монетарної політики Правління НБУ повинно орієнтуватися не лише на інфляцію, а на всі три цілі, окреслені в статті 6 Закону України «Про Національний банк України».

***Віталій Ломакович***

*засновник та голова правління  
Growford Institute*

***Михайло Джус***

*завідувач відділу грошових ринків  
Growford Institute*

<sup>37</sup> [https://biz.censor.net/columns/3260734/zovnshn\\_borgi\\_ta\\_vnutrshn\\_disbalansi](https://biz.censor.net/columns/3260734/zovnshn_borgi_ta_vnutrshn_disbalansi)