

Текстова версія [відеоінтерв'ю директора Департаменту монетарної політики та економічного аналізу НБУ Володимира Лепушинського телеканалу "Перший Діловий"](#) про інфляцію, розвиток економіки та монетарну політику НБУ у 2021 році

- **Для НБУ було дуже багато викликів у 2021 році: це і загальна кон'юнктура, і, звісно, в Україні є свої особливості. Пропоную розпочати з того, як Ви б оцінили цей рік для НБУ? Наскільки він був складним?**

- Це був рік, пов'язаний із невизначеністю, як, в принципі, і минулий рік. Проте, якщо в 2020 році основна невизначеність полягала в тому, як впливатиме на економіку коронавірус і пов'язані з ним карантинні обмеження, то в 2021 році невизначеність була пов'язана насамперед з інфляцією. Низька і стабільна інфляція – це пріоритетна ціль НБУ. Відповідно його дії в сфері монетарної політики спрямовувалися на подолання високої інфляції та її приведенні до цілі 5%.

- **Зараз дуже багато критики лунає від фахівців щодо того, що НБУ не використав всіх інструментів, щоб протидіяти такій високій інфляції. Тому що порівняно з іншими країнами в нас все одно інфляція набагато більша. То які механізми були взагалі використані, щоб подолати інфляцію?**

- Національний банк одним із перших центральних банків почав реагувати на інфляційні ризики. Тобто вже в березні поточного року Національний банк почав підвищувати облікову ставку. Це його основний монетарний інструмент, завдяки якому він впливає на інфляцію і на економічну активність.

- **Але ж йшли по 0,5 в. п. Чи не вважаєте, що це було дещо помилково?**

- Річ у тім, що реагувати центральний банк має не лише проактивно, тобто заздалегідь реагуючи насамперед на виклики, які стоять у перспективі, а і передбачувано. Вважається хорошим тоном для центробанків, якщо вони комунікують відповідно і проводять свою політику передбачувано. Національний банк це і забезпечував. НБУ завжди вказував, на що він буде реагувати і як. У нас є прогноз облікової ставки, а також ми наводимо перелік ризиків... І в принципі ми на ці ризики реагували.

Якщо говорити про інфляцію – рекордну/нерекордну – то для України та інфляція, яку ми маємо зараз, не є рекордною. Вона є високою, її потрібно знижувати, звичайно і НБУ в цьому напрямі діє. Проте рекордною вона є, наприклад, в розвинених економіках, які давно вже не знали високої інфляції. Зокрема, США – поточна інфляція в них майже за останні 40 років рекордна і це, відповідно, виклик тепер і глобальний.

- **А як Ви поясните те, що інфляція в Україні була вдвічі вищою, ніж у середньому по країнах, які розвиваються?**

- Ну я думаю, що не настільки вона була високою...

- **Такою є оцінка МВФ.**

- В Україні інфляційна ціль є достатньо високою порівняно з іншими країнами – 5%. Поточні 10,3% – це, звичайно, достатньо високе перевищення, більше ніж у два рази. Але позитив полягає в тому, що порівняно з іншими економіками в нас пік інфляції вже пройшов. Тобто в нас інфляція була у вересні найвищою – 11%. У жовтні і листопаді вона вже знижувалася до 10,3%.

- **А я в яких країнах ще не пройшов пік? Як це може вплинути на нашу державу в майбутньому? Ви заявляли, до речі, що начебто американська інфляція на нас не дуже впливає. Я з Вами погоджуюся, тому що в нас не такий високий торговельний оборот. А як щодо Китаю чи інших країн?**

- Взагалі кілька разів у 2021 році ми підвищували свій прогноз глобальної інфляції. Дійсно, що залежно від країни пік інфляції відбудеться або наприкінці 2021 року або вже на початку 2022-го. Наприклад, ті ж розвинені економіки пік інфляції проходять. Тобто ще не зафіксована тенденція до зниження. Але спостерігається певна корекція світових цін. Для нас насамперед важливі ціни на енергоносії, імпорт і ціни на продовольство.

- **Про які країни Ви кажете, що в них інфляція ще не досягла піку?**

- Наприклад, явно пік інфляції ще не пройшла Туреччина.

- **Але Туреччина для України важливий торговельний партнер.**

- Так. Але те, що ми ревальвуємо відносно турецької ліри, здешевлює наш імпорт з Туреччиною. І це проявляється за різними категоріями, наприклад, цитрусовими. Тобто через ті товари, які безпосередньо входять до споживчого набору, на основі якого розраховується інфляція.

- **А взагалі в Україні точиться дискусія серед фахового середовища – одні кажуть, що в нас імпортна інфляція і в принципі НБУ не може впливати на неї. Інші кажуть, що важливий чинник – це все ж таки наша продуктова внутрішня історія й інфляцію підживлюють чинники всередині країни. До якої позиції Ви тяжієте?**

- Це комплексне питання. У нас був значний вплив глобальних чинників – тобто подорожчання на глобальних ринках переносилося на інфляцію в Україні. Тих самих енергетичних товарів, наприклад, палива. Але зараз інфляція охоплює все більше категорій товарів і послуг – і це вже вторинні ефекти від цих первинних ефектів пропозиції. Плюс для інфляції в Україні характерний такий канал, як вплив споживчого попиту. Споживчий попит, незважаючи навіть на коронакризу, почав відновлюватися достатньо активно. Це відбувається на тлі зростання доходів, збільшення заробітних плат. А зростання зарплат, з одного боку, впливає на інфляцію попиту, з іншого – здорощує вартість робочої сили для бізнесу. Відповідно це збільшує його витрати, що також тисне на ціни. Тому говорити, що в нас лише якась одна характеристика інфляції не можна. Це комплексне явище.

Вагомий чинник, який протидіяв зростанню інфляції в 2021 році – це укріплення гривні. І от саме збереження довіри до національної валюти дуже важливо для НБУ, оскільки за інших рівних умов той приплив валюти, зумовлений фундаментальними чинниками, тобто зростанням тієї самої виручки експортерів, переказів трудових мігрантів, це все трансформується в пропозицію на валютному ринку, відповідно і

впливає на укріплення гривні. Як наслідок, це зачіпає споживчий набір через імпорتنу складову.

- Фахівці кажуть, що НБУ не вжив достатніх заходів для захисту економіки. То які механізми були задіяні для захисту економіки, експортерів? Чи могли Ви щось зробити?

- Експортери у 2021 році явно не потребували якогось додаткового захисту, оскільки кон'юнктура для них була дуже сприятливою, і це було одним із чинників відновлення економіки. Зокрема ми мали рекордні прибутки в експортоорієнтованих галузях. Це той самий ГМК і сільське господарство...

- Але кажуть, що така кон'юнктура була сприятливою саме для великого бізнесу, великих банків і так далі. Але щодо середнього бізнесу, то для цього сектору економіки все виглядає дуже погано. Як Ви вважаєте, чи міг НБУ щось із цим зробити?

- Ну насамперед, коли ми говоримо про малий бізнес, то це сфера послуг і основний негативний вплив на неї відбувався через карантинні обмеження. Річ у тім, що НБУ має балансувати між цілями щодо низької і стабільної інфляції і економічного зростання. Економічна політика – це завжди певний баланс і, звичайно, що будуть критики як одного підходу – що НБУ недостатньо швидко знижує інфляцію, так і іншого – що НБУ недостатньо підтримує економіку. Але спосіб знаходження цього балансу – це такий підхід між наукою та мистецтвом.

З огляду на те, що ми вже бачимо злам інфляційної тенденції і на те, що економіка все ж таки розвивається, відновлюється, то можна говорити про те, що цей баланс дотриманий. Чи могли б бути інші пропорції? Ну напевно могли б, але ми цього сказати не можемо, оскільки вже такий баланс склався. І в принципі він каже про те, що інфляція зможе повернутися до цілі 5%.

- Ми знаємо цифру, що грошова маса зросла на 22% у 2021 році. Фахівці дуже критикують, що це такий недозволений стрибок. Ми розуміємо, що у 2020 році вона зросла ще більше. Але фахівці кажуть, що так не мало бути взагалі цього року. Що Ви скажете на це?

- Взагалі тут також йдеться про баланс...

- Тобто це дисбаланс?

- Ні. Економіка завжди намагається прийти в стан балансу. Тобто те, що у 2021 році темпи зростання грошової маси уповільнилися, це частково також пов'язано з тим, що політика НБУ не була настільки стимулюючою. Але з іншого боку, якщо ми подивимося вглиб цих показників, то уповільнення зростання було пов'язано і з тим, що не було такого попиту на готівку в цьому році, яка входить до складу грошової маси. У 2020 році були рекордні темпи зростання грошової маси через попит на готівку, оскільки в умовах невизначеності (і це стосується не лише України), в тому числі населення намагається сформувати певну подушку безпеки як в безготівці (на рахунках), так і в готівці. І саме цей чинник зумовлював зростання грошової маси в 2020 році.

- **Експерти також кажуть, що насправді в 2021 році політика НБУ була сильно м'якою. Ми розуміємо, що це тенденція всіх центробанків. Але, чи дійсно Україна може собі дозволити так реагувати?**

- Монетарна політика справді все ще перебувала в стимулюючому стані. Водночас в 2020 році цей стимул був значно більшим – завдяки підвищенню облікової ставки НБУ зараз він скорочується. Але треба розуміти, що в умовах карантинних обмежень економічне зростання все ще залишається вразливим. З іншого боку, маємо позитив у тому, що інфляційну тенденцію все ж таки вдалося зламати. На це не в останню чергу вплинуло посилення монетарної політики центральним банком.

- **Консолідація фіскальної та монетарної політики – це важливо. Наскільки Ви зараз відчуваєте, що вона є?**

- У 2021 році дефіцит бюджету порівняно з попереднім роком був скорочений. Уряд також задекларував в бюджетній декларації скорочення дефіциту бюджету на наступні роки. Тобто це певна фіскальна консолідація, яка, з одного боку, зменшує боргове навантаження економіки, а з іншого – це звужуватиме вплив фіскальної політики на інфляцію. Тобто ця політика є правильною, якщо ми говоримо з точки зору зниження інфляції.

- **Ми пам'ятаємо, що Федеральна резервна система попередньо наголосила, що вона буде посилювати монетарну політику раніше, ніж очікувалося. То чи не йде Україна до того, що може опинитися в дуже дорогій борговій пастці?**

- Якщо говорити про Федеральну резервну систему, то там дійсно риторика на початку йшла до того, що реагувати на підвищення інфляції не треба, оскільки воно є тимчасовим. НБУ діяв з інших позицій. Ми як центральний банк, який ще має заслужити довіру та працює в країні, яка мала історію високої і волатильної інфляції, мав реагувати. Тому НБУ вже на початку 2021 року почав підвищувати ставку і продовжив посилювати монетарну політику далі.

Скорочення обсягів монетарного стимулу Федеральною резервною системою підвищуватиме вартість грошей у світі. Але в нас є запас до здешевлення вартості залучень до України – це премія за ризик...

- **Тобто Ви сподіваєтеся на цю премію за ризик?**

- Не лише. Річ у тім, що НБУ вже підвищив облікову ставку у 2021 році. Це надає певну цінову перевагу для гривні і це в принципі компенсує підвищення вартості грошей у світі.

- **Але коли в останній раз підвищували облікову ставку, деякі члени КМП готові були підняти на 1 в. п. Чому все ж таки зійшлися на 0,5 в. п.?**

- На Комітеті монетарної політики переважила думка за підвищення на 0,5 в. п. Саме через те, що реагувати дійсно треба, але реагувати поступово. Окремі колеги наголошували на тому, що треба діяти активніше. Але знову ж таки НБУ наголосив на тому, що ризики для інфляції і облікової ставки зміщені вгору, і якщо реалізовуватимуться нові ризики, які загрожуватимуть поверненню інфляції до цілі

5%, то НБУ вдасться до подальшого підвищення облікової ставки або ж задіяння інших монетарних інструментів на наступних засіданнях. Серед ризиків, у тому числі була зазначена сильніша реакція провідних центробанків на інфляцію, відповідно здорожчання грошей у світі і більша конкуренція серед країн з ринками, що розвиваються. Це дійсно ризик, який НБУ має на увазі і на який він буде реагувати в разі його реалізації.

- Також лунає критика від економістів, що нібито потрібно було зробити аудит боргових грошей в світлі неочікувано високих цін. Наскільки це потрібно робити НБУ?

- Я, чесно кажучи, не знаю такого поняття, як аудит боргових грошей, мені важко сказати, що насправді тут мається на увазі...

- Йдеться про те, що зараз і державні банки, і приватні здобувають свої прибутки дуже часто через облігації і цей механізм “роздував” їх результати у 2020–2021 роках.

- Фінансування державного боргу через ОВДП – це нормальна практика. По-перше, це дозволяє зміщувати валютні борги боргами в національній валюті, що зменшує ризики доларизації для бюджету. А якщо ми говоримо про боргове навантаження, то воно у 2021 році знижувалося достатньо суттєво через те, що зростали номінальні обсяги економіки та скорочувався дефіцит бюджету. Загалом питання щодо дефіциту державного боргу – це компетенція Міністерства фінансів. Але додаю, що в цілому тенденція щодо держборгу у 2021 році була позитивною.

- А взагалі, чи може НБУ прийняти якесь рішення, щоб було менше історій з ОВДП? Тому що ми розуміємо, що зараз банкам краще заробляти через ОВДП, ніж на кредитах і це не плюс для зростання економіки.

- У 2021 році банки дуже активно нарощували кредитування. Звичайно, це відбувалося з низьких обсягів, але процес активізації кредитування пішов на повну силу.

- Який стимул був для цього?

- По-перше, це очищення банківської системи. Тобто вона зараз перебуває в здоровій формі. По-друге, це певний монетарний стимул, який відбувся у 2020 році, коли НБУ знижував облікову ставку і застосував інші монетарні інструменти, щоб стимулювати банки до активних операцій. Крім того, якщо ви маєте здорову банківську систему і вона має ресурс, а банки зараз перебувають в дуже ліквідній формі, то для неї кредитування є найбільш природним і традиційним бізнесом. Тож рано чи пізно цей процес мав розпочатися. Але зараз можемо констатувати, що він йде дуже потужними темпами.

- Тобто Ви вважаєте, що кредитувати вигідніше банкам? Бо, наскільки мені відомо, з ОВДП все простіше на цей момент.

- Це речі для банків достатньо різні. Вони зацікавлені як в кредитуванні, так і в інших активних операціях. Але мати клієнтську базу, розширювати її, заробляти на кредитуванні – природний бізнес для них, яким вони зараз активно і займаються. І вони мають достатньо амбітні плани з нарощування кредитування.

- **Водночас з ОВДП все прогарантовано, а кредити часто не повертаються. Я знаю, що багато банків, які з кредитуванням “успішно справляються”, потім забирають заставу: майно позичальника і так далі. І таким виявляється потім “успішне кредитування”. Як відомо, воно зросло на 20%, за моїми даними...**

- Там навіть більше. Якщо брати по корпоративним клієнтам, то там було зростання більше 30%. Зараз у НБУ розбудована система моніторингу фінансової стабільності, оцінки ризиків для банківського кредитування, банки проходять стрес-тестування, вони формують достатньо потужний запас капіталу. Звичайно, що ризик для банків є завжди, але їх завдання – його правильно оцінити, правильно сформулювати під нього певні буфери і відповідно займатися своїм традиційним бізнесом.

- **Ви сказали, що очищення банківської системи пройшло. Чому ж такі випадки, як мені відомо, навіть почастишали через те, що свідомо банк, наприклад, приватний, кредитує того, хто потім не поверне, щоб потім забрати той чи інший актив?**

- Я не чув про те, щоб такі випадки були масовими. Звичайно, що я не моніторю всі ці питання, оскільки моя сфера відповідальності – монетарна політика. Але в цілому банки надають перевагу надійним позичальникам, тобто в них якраз навпаки іде конкуренція за надійних позичальників.

- **Також Ви заявляли, що застосування режиму інфляційного таргетування з плаваючим обмінним курсом зробило гривню привабливим інвестиційним інструментом. Але якщо враховувати поточну ситуацію з інфляцією, то вона не дуже позитивно впливає на інвестиційну привабливість гривні. На кінець року, що ми можемо зафіксувати? Наскільки зараз гривня інвестиційно приваблива?**

- Про те, що гривня має певну довіру свідчить те, що в нас з моменту запровадження інфляційного таргетування відбувається процес дедоларизації. Тобто доларизація економіки постійно знижується, ця тенденція відбувалася навіть під час напруження на валютному ринку, коли була певна шокова реакція на коронакризу. І саме через це можна констатувати, що гривня має довіру. Наслідком цього є її ревальвація у 2021 році.

Водночас є певна слабка реакція депозитних ставок банків на підвищення облікової ставки НБУ, але ми вже бачимо ознаки того, що банки поступово підвищують ставки...

- **Чим пояснюється така реакція?**

- По-перше, це певна інерція. Ми у 2020 році перебували у фазі стимулюючої політики і коли вже перейшли до фази підвищення облікової ставки, то це переключення займало певний час. По-друге, це високий рівень ліквідності в банківській системі. І це певним чином дає змогу банкам певний час не конкурувати за вкладників саме ставками. Але зараз ми бачимо появу конкуренції і ставки за гривневими депозитами почали також реагувати.

- Наскільки, на Вашу думку, програма 5-7-9 була ефективною для бізнесу? Бо, наскільки мені відомо, йдеться про те, що фінансування витрачається на оптову торгівлю, на бізнеси, які не створюють великої кількості робочих місць. То, де ця інвестиційна привабливість “ховається”?

- Це був один із заходів бюджетної політики для підтримки економіки. Тобто те, що компенсується ця ставка з бюджету, вже відносить її до бюджетної політики уряду. Багато країн з ринками, що розвиваються, запроваджували такі підтримуючі програми. Не буду оцінювати зараз ефективність, але такою була загальносвітова тенденція.

- **Водночас, за прогнозами МВФ, в 2019–2020 році українська економіка зростала на 40% нижче за світову. Скажіть, будь ласка, наскільки Ви погоджуєтесь із цим сценарієм?**

- Якщо ми говоримо про прогнози, то це вже наступні роки. Щодо цього року – вона дійсно зростала дещо слабше, ніж прогнозувалося спочатку.

- **Тобто прогноз НБУ був оптимістичним?**

- Коли ми говоримо про оптимістичність чи консервативність, треба порівнювати з іншими прогнозами. У нас прогноз був не дуже оптимістичним, але ми очікували, що вона буде відновлюватися швидше.

Було кілька причин відхилення факту від прогнозів. По-перше, на початку року ми заклали, що вже не буде масштабних карантинних обмежень, а вони в підсумку все ж таки впливали на економічне відновлення. Зокрема, за нашими оцінками, у 2021 році через ці процеси Україна втратила близько 0,8 в. п. зростання. По-друге, – це те, що в попередні періоди, зокрема у 2020 році, скоротилися інвестиції. Економічне ж зростання – це певна функція від інвестицій, тому, незважаючи навіть на сприятливу кон'юнктуру цього року, окремі виробники не могли нарощувати виробництво з огляду на попередню недоінвестованість.

- **На завершення, якщо говорити про наступний рік, про те, що інфляція все ж таки може знизитися ближче до 5%. У бюджеті заклали 6,2%. Як будете досягати цього сценарію? Бо більшість фахівців ринку кажуть, що ми можемо і в боргову яму звалитися, і інфляцію низьку буде дуже складно досягти.**

- Звичайно, що ризики інфляції зміщені вгору. Але для НБУ інфляція 5% – не лише прогноз, це – ціль. Тобто, якщо інфляція відхиляється, треба застосовувати монетарні інструменти для того, щоб її повертати до цілі. Відповідно НБУ буде реагувати. Якщо будуть ризики того, що інфляція не повернеться на горизонті нашої монетарної політики до цілі, то НБУ буде застосовувати свої інструменти для того, щоб все ж таки її повернути.

- **Достатньо цих механізмів взагалі?**

- НБУ достатньо молодий таргетер інфляції. Ми одна з останніх країн, яка приєдналася до клубу інфляційних таргетерів. Але наш досвід свідчить про те, що яким би не був інфляційний сплеск – у минулі шість років ці сплески були і більшими – у підсумку завдяки застосуванню монетарних інструментів інфляція поверталася до цілі.