

## ОКРЕМА ДУМКА

члена РАДИ НБУ з приводу рішення Ради НБУ від 5.12.2019 року

Не заперечуючи ідею необхідності обговорення питань, що стосуються валютно-курсowego сегмента монетарної політики, винесених на позачергове засідання Ради НБУ, що відбулося 5.12.2019 року, приймаючи до уваги «хід» підготовки до даного засідання та характер обговорення питань, вважаю за необхідне викласти окрему думку з приводу ухваленого Радою рішення.

По-перше, слід відмітити, що процедурно, особисто для мене, питання «про стан» і питання «оцінки діяльності» мають відмінності. В останньому випадку рішення Ради повинні були би бути викладені в окремому документі і, за змістом, заслухані на Комітеті Ради з питань грошово-кредитної (монетарної) політики та фінансової стабільності. Тобто рішення надати оцінку приймалось після обговорення вже на засіданні Ради і не спиралось на викладену позицію Ради як органу, навіть якщо і були заслухані доповіді і виступи окремих членів Ради. Більше того, в проекті рішення Ради та в проекті рекомендацій не містилося застережень, що Рада дає оцінку.

По-друге, проект рекомендацій Правлінню НБУ та КМУ були роздані за декілька годин до засідання, тоді як, згідно регламенту, мали би бути роздані за 5 днів. Не всім членам Ради відоме авторство проектів, оскільки такий робочий орган Ради як вищезгаданий комітет не був залучений до підготовки даних матеріалів.

По-третє, окремі члени Ради взагалі не були долучені до обговорення проекту рекомендацій і їм також не було відомо, що на засідання виноситиметься питання про «оцінку діяльності». Підготовчі до засідання наради (чи зібрання, чи інші форми спільного професійного спілкування) проводились також без залучення усіх членів Ради. Таку ситуацію можна кваліфікувати як відсутність інклюзивності та підміну Ради як колегіального органу формальною більшістю в Раді підчас голосування.

По-четверте, незважаючи на те, що підчас засідання ніхто не обмежувався у праві висловити свою позицію, вищевикладене та характер обговорення дозволяють мати сумнів у політичній нейтральності рішення Ради.

Окрім наведених застережень варто звернути увагу на наступне.

По-перше, оптимальна реакція центробанків-таргетерів інфляції на шок припливу капіталів в країни з ринками, що формуються, є традиційною проблемою. Поєднання інтервенцій з рішеннями по процентній ставці на сьогодні становлять загально визнаний принцип гнучкого інфляційного таргетування, в рамках якого приймаються до уваги проблеми міжчасової стійкості платіжного балансу та фінансової стабільності. Тим не менше, параметри реакцій в розрізі країн часто відрізняються, приймаючи до уваги особливості структури економіки та специфіку зовнішньої вразливості. Обране НБУ поєднання траєкторії ключової ставки та обсягів інтервенцій може бути піддане критиці з міркувань підвищення рівня невизначеності в глобальній економіці щодо того, якою буде реакція надходжень валюти в Україну за несприятливого глобального сценарію, але не з міркувань ствердження, що

присутність нерезидентів на ринку ОВДП підвищує вірогідність дефолту. Формальне порівняння з випадком 1998 року не буде коректним з огляду на суттєві відмінності в рівнях ставок, в рівнях очікуваної інфляції, в строковості розміщень боргових інструментів.

По-друге, застереження про те, що гнучкість обмінного курсу вгору є надмірною, приймаючи до уваги масштаби припливу капіталів, повинні враховувати, що саме плаваючий курс заохочує нерезидентів приймати на себе більші валютні ризики, інакше при менш гнучкому курсі, вони були би більш схильні до короткострокових вкладень, що становить більшу загрозу макрофінансовій стабільності в разі реверсу потоків капіталу. Така закономірність є наслідком специфіки оцінки ризиків вкладень в закордонні інструменти з фіксованим доходом.

По-третє, збільшення обсягів припливу на борговий ринок України спостерігається не перший рік і в тенденції це є відображенням корекції частки нерезидентів до рівнів так званих глобально репрезентативних портфелів. Даний процес має фундаментальні ознаки, хоча його важко в окремі періоди відділити від спекулятивної складової, що вимагає скоординованої роботи НБУ та Мінфіну щодо параметрів аукціонів на первинному ринку.

По-третє, суттєве збільшення припливу нерезидентів на ринок ОВДП є відображенням глобальних фінансових умов. Зокрема, у 2018 році глобальні фінансові умови відзначались особливою мінливістю, що позначалось на нездатності істотного зниження ставок доходності на первинному ринку. У 2019 році ситуація кардинально змінилась. Очікування щодо зниження ставок в розвинутих країнах та пом'якшення монетарної політики в провідних країнах сформувало специфічну ситуацію підвищення апетиту до ризику та зміщення вгору оцінки ризиків країн з ринками, що формуються. Внаслідок цього, саме з 2019 року починає формуватись тенденція до зростання значення глобальних факторів у визначенні доходностей на боргових ринках країн з середніми та низькими доходами (що відзначив МВФ у своєму Звіті про Глобальну фінансову стабільність за жовтень 2019 року). Внаслідок цього, ситуація із доходністю на ринку ОВДП відобразила бажання нерезидентів зайти в інструменти з вищими ставками на відносно тривалий період, з одного боку, і розуміння цієї інвестиційної стратегії з боку Мінфіну, з іншого боку. Внаслідок цього Мінфіну вдалося суттєво зсунути вниз криву доходності. Середньозважені ставки доходності на кінець 2019 року почали виходити за нижні межі процентного коридору, що встановлюється НБУ в рамках операцій з постійним доступом. Такої ситуації в Україні не спостерігалось за весь час існування процентного коридору.

По-четверте, найбільші за останній час обсяги викупу не позначились на істотному прирості валютних резервів через значні виплати в рахунок обслуговування та погашення за зовнішнім боргом. При еластичному виконанні Україною зобов'язань перед міжнародними кредиторами за останні роки такої напруги би не було. НБУ потенційно міг би збільшити обсяги валютних резервів при більш згладженій траєкторії обмінного курсу, а Уряд мав би кращі можливості по здешевленню запозичень.

По-п'яте, позиції щодо необхідності запобігати погіршенню торговельного балансу (хоч це і не відображено в Рішенні Ради) разом із необхідністю запобігати бухгалтерським збиткам від ревальвації (також не відображено в Рішенні, але мало місце під час обговорення) допускають, що уникнення зміцнення курсу мало би відбутись завдяки збільшенню обсягу резервів. Але це іде в супереч із рекомендацією про пом'якшення монетарної політики, яка начебто мала би стати фактором зниження привабливості боргових інструментів для нерезидентів. Однак, такий підхід є внутрішньо суперечливим.

А) Більш м'яка монетарна політика якраз і є фактором погіршення торговельного балансу. Це явище відоме у макроекономічній науці з 1960-х років як дилема управління попитом у відкритій економіці. Торговельний баланс не є похідною виключно обмінного курсу, а також є наслідком поведінки реального доходу, і часто – очікувань щодо поведінки реального доходу в майбутньому. В умовах стійкого підвищення оплати праці в Україні з 2016 року та при збереженні стійких обсягів надходження грошових переказів м'яка монетарна політика може перетворитись на детонатор розкручування спіралі неконтрольованих макрофінансових дисбалансів.

Б) Нагромадження валютних резервів як спосіб запобігання зміцненню курсу не буде мати проінфляційних наслідків, які підривають торговельний баланс через реальну ревальвацію, у випадку відповідних операцій із стерилізації. Однак, стерилізація резервів вимагає відносно вищих процентних ставок і не є фіскально нейтральною. Саме це доводить досвід азійських країн-експортерів, які тривалий час демонстрували високі темпи економічного зростання. Тому закиди щодо необхідності мінімізації витрат на проведення монетарної політики, помножені на вимогу щодо її пом'якшення, вже у середньостроковій перспективі будуть суперечити необхідності нагромадження валютних резервів, які розглядаються як важливий фактор макрофінансової стабільності.

В) У випадку, коли приплив капіталів визначається глобальними факторами, пом'якшення монетарної політики не гарантує усунення тиску вгору на обмінний курс, а, швидше, посилює тиск на валютні резерви в середньостроковій перспективі.

По-шосте, Рекомендації Ради суттєво би виграли від привернення уваги Правління до необхідності поглиблення аналізу природи шоків потоків капіталу в глобальному контексті та оптимальної реакції процентною ставкою та валютними інтервенціями на них в світлі визначення обсягів валютних резервів, консистентних з макрофінансовою стабільністю та необхідністю адаптації економіки до більш гнучкого обмінного курсу.

Зауважу, що більш збалансована тональність Рішення та Рекомендацій Ради знайшла би розуміння не просто у формальній більшості, а у Ради як колегіального органу.

Член Ради НБУ,  
д.е.н., професор

Віктор Козюк