

Як можна оцінити монетарну політику НБУ?

Олександр Петрик. Доктор економічних наук,
професор, заслужений економіст України,
альтернативний виконавчий директор
від України в МВФ (2013-2017)

Інформація викладена в наступному матеріалі є виключно точкою зору автора і може не співпадати з офіційною позицією Ради НБУ.

В цієї публікації я хочу надати власні коментарі щодо дискусій та рішень, які відбулись на останній Раді Національного банку 5 грудня 2019 року а також викласти власну точку зору на деякі процедурні питання та оцінку впливу монетарної політики на економіку України.

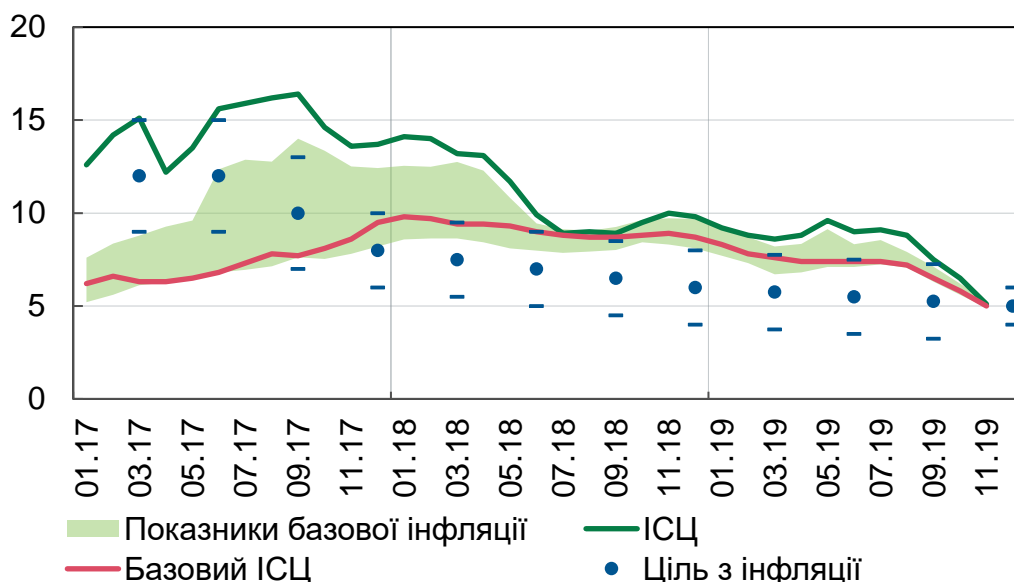
Вважаю регулярний розгляд питань стосовно аналізу монетарної політики та надання рекомендацій Правлінню Національного банку абсолютно правильною практикою, яка відповідає закону про НБУ та може покращувати якість проведення монетарної політики. Це також поліпшує координацію та взаємодію поміж Радою та Правлінням.

Разом з цим вважаю, що регламент щодо процедури підготовки питань на Раду, їх відповідності порядку денного має бути чітко дотриманий. Зокрема більшість пропозицій, рекомендацій та головне, оцінка в частині проведення політики обмінного курсу, які були розглянуті та затверджені на останньому засіданні Ради НБУ 5 грудня, не пройшли попереднього обговорення на профільному комітеті Ради з питань грошово-кредитної політики та фінансової стабільності. На мою думку, це суттєво погіршило якість винесених на розгляд Ради матеріалів, не дозволило якісно підготувати для обговорення на Раді ці матеріали, і зробило необ'єктивними ті оцінки та рішення Ради, які були проголосовані.

Якщо розглянути оцінку, яку дала Рада політиці обмінного курсу у відриві від професійного аналізу монетарної політики в цілому, та її впливу на економіку, фінанси та соціально- економічний стан українських громадян, то вважаю її необ'єктивною, про що я і висловив свою точку зору на засіданні Ради та проголосував проти такого рішення. Вважаю, що об'єктивна та неупереджена оцінка монетарної політики та окремих її аспектів має робитись комплексно, зокрема, з урахуванням рішень по процентній ставці, політики інтервенцій та накопичення міжнародних резервів, та враховуючи досягнення цілей, які визначені Законом про Національний банк. Тому одна складова монетарної політики, а саме політики інтервенцій на валютному ринку не може розглядатися у відриві від ситуації в реальному секторі економіки, державних фінансах (накопичений державний борг, поточна фіскальна політика тощо).

Де-юре, та де-факто, монетарна політика по результатах 2019 року забезпечила досягнення цілі по інфляції. Станом на листопад інфляція склала 5.1% і з великою ймовірністю по результатах року буде знаходитися в цільовому коридорі, який визначений Основними засадами грошово-кредитної політики на цей рік. Зокрема була забезпечена цінова та фінансова стабільність, які є пріоритетними цілями (стаття 6 Закону про Національний банк).

Вплив монетарної політики на інфляцію

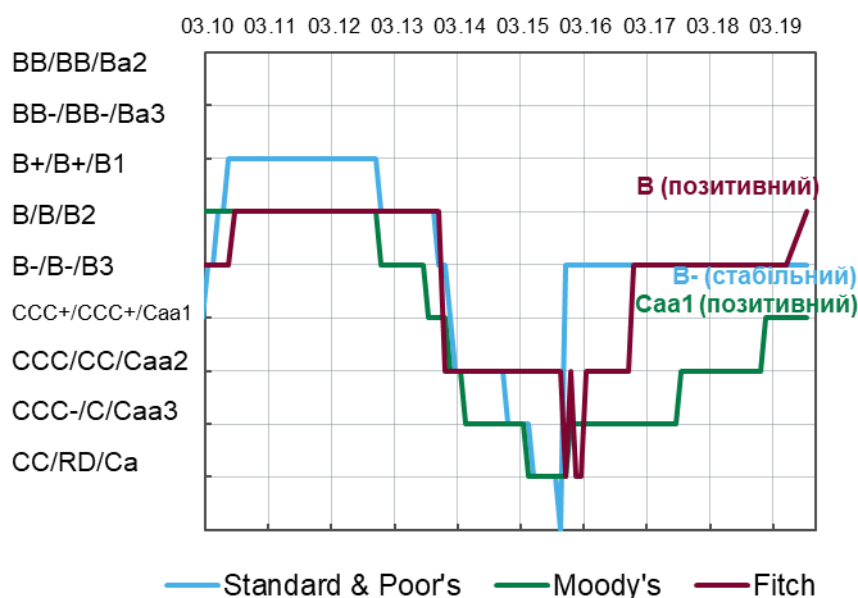


Мал.1

(дані НБУ)

Зростання ВВП також буде знаходитися на рівні навіть дещо вищому, ніж це прогнозувалося Урядом, НБУ або МВФ на початку року. НБУ зміг забезпечити стійку макроекономічну стабільність в умовах подвійних виборів в країні, складної геополітичної ситуації на Сході та певних ознаках гальмування світової економіки. Інвестиційні рейтинги України покращилися, а міжнародні резерви, незважаючи на значні виплати по зовнішнім зобов'язанням впевнено зростали.

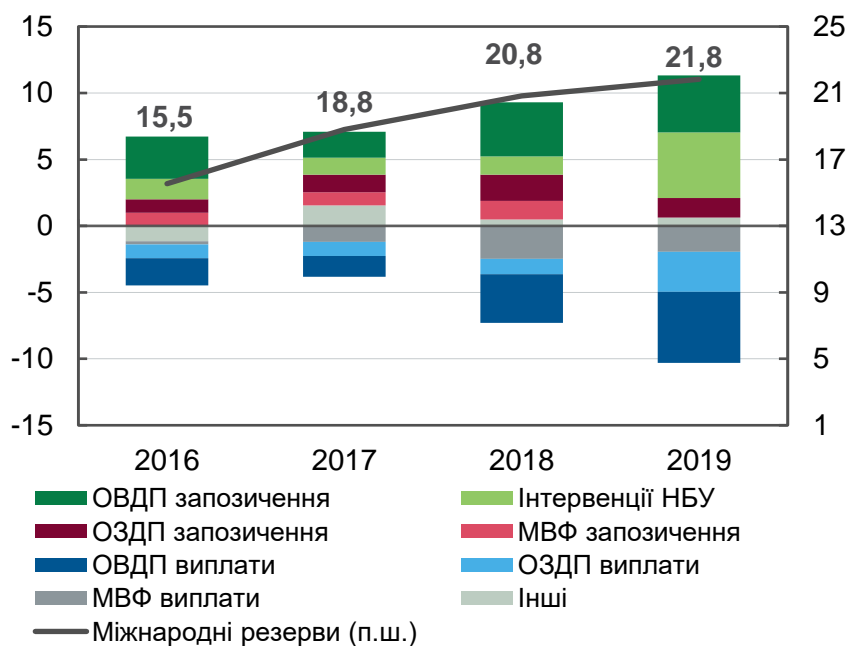
Суверенні кредитні рейтинги України



Мал.2

(дані НБУ)

Міжнародні резерви, млрд дол США



Мал.3

(дані НБУ)

Якщо оцінювати монетарну політику за режиму інфляційного таргетування у більш довгостроковій перспективі то можна констатувати, що в цілому цілі політики та її виконання є задовільними з точки зору досягнення поставлених цілей, зниження інфляційних очікувань, створення стабільного макроекономічного середовища та поступового переходу до можливостей підтримки економічного зростання.

Звичайно з моменту запровадження інфляційного таргетування не все можна вважати бездоганним та безпомилковим у проведенні окремих аспектів монетарної політики. Але не робить помилок тільки той, хто взагалі нічого не робить. Тому окремі зауваження та підготовка відповідних рекомендацій Правлінню регулярно здійснювалася, зокрема, при розгляді рішень Правління щодо зміни ставки на Комітеті грошово-кредитної політики та фінансової стабільності Ради НБУ.

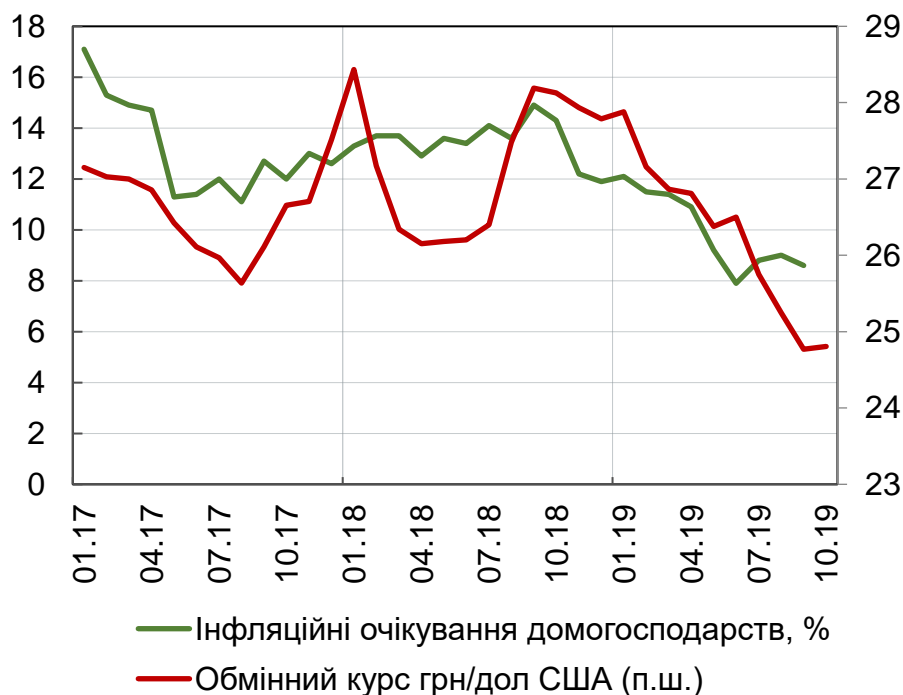
Слід зауважити що ті хто здійснює аналіз та оцінку монетарної політики *ex-post*, тобто в кінці періоду, котрий завершився, і коли всі події та чинники вже реалізувалися, а показники, які прогнозувалися раніше, стали доступною статистикою, мають брати до уваги наступне:

- На початку цього періоду (коли приймається рішення по ставці) всі фактори, є невідомими і щодо них робляться лише припущення, на основі яких центральний банк намагається спрогнозувати майбутній розвиток подій.
- До цього треба додати, що дія інструментів монетарної політики розподілена у часі, тобто горизонті дії, і тому впливає на економіку із значним лагом.

І в першу чергу ці зауваження має брати до уваги Рада НБУ, коли робить оцінку монетарної політики *ex-post*.

Тому вимагати точного потрапляння в ціль всіх параметрів, які оцінюються або прогножуються є марною справою. Скажімо якщо інфляція цього року близька до цілі, а інфляція попереднього року відхилилася від цілі значно більше, не обов'язково означає, що політика минулого року була гіршою. Скоріше треба оцінювати якість припущень, своєчасність рішень щодо застосування інструментів та якість прогнозування. Важливим також є якість комунікацій із суспільством, що є ключовою ланкою у інфляційному таргетуванні та допомагає підвищити довіру до регулятора та заякорити інфляційні очікування. Тому монетарна політика є поєднанням науки, мистецтва, знань та інтуїції, ніж просто лінійною реалізацією сухої схеми або плану.

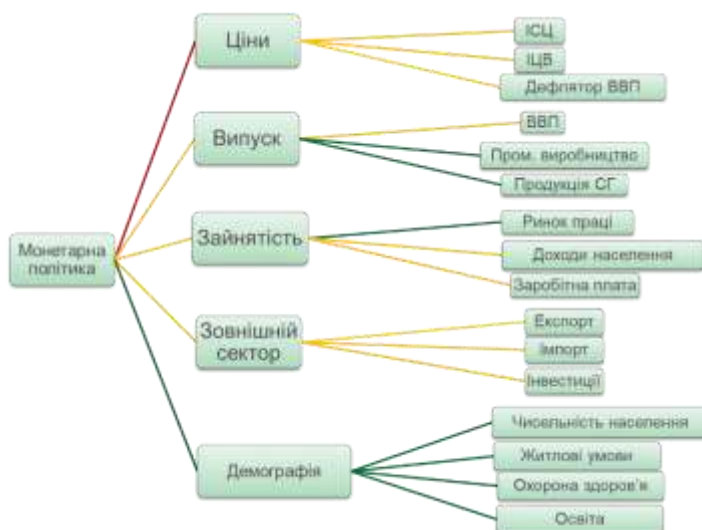
Інфляційні очікування домогосподарств на наступні 12 міс. та обмінний курс



Мал.4

(Дані НБУ)

Тепер більш розглянемо детальніше вплив монетарної політики у поточному році на окремі суб'єкти та сектори економіки. Схематично це зображено на мал. 4.

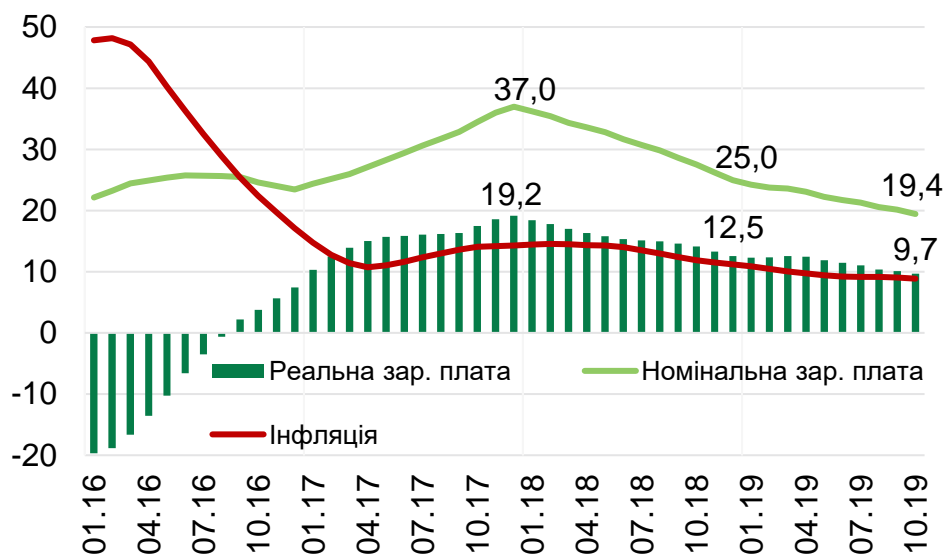


Мал. 4

Достатньо жорстка монетарна політика продовжила довгостроковий тренд зниження інфляції від двозначних рівнів на момент запровадження інфляційного таргетування у 2016 році до цільового параметру у 5 відсотків. Звичайно будь-який дезінфляційний процес не є «безкоштовним» і за це економіка має платити певним пригальмовуванням зростання. Це підтверджує досвід всіх без виключення країн, які запровадили інфляційне таргетування у момент, коли інфляція була високою. Але саме тепер наступні роки мають дати монетарній політиці більше можливостей для сприяння економічного зростання.

З іншого боку зниження темпів інфляції позитивно позначилося на продовженні високими темпами зростання реальних доходів населення.

Зростання заробітних плат (на початок місяця) та інфляція, % р/р, сер. за останні 12 місяців



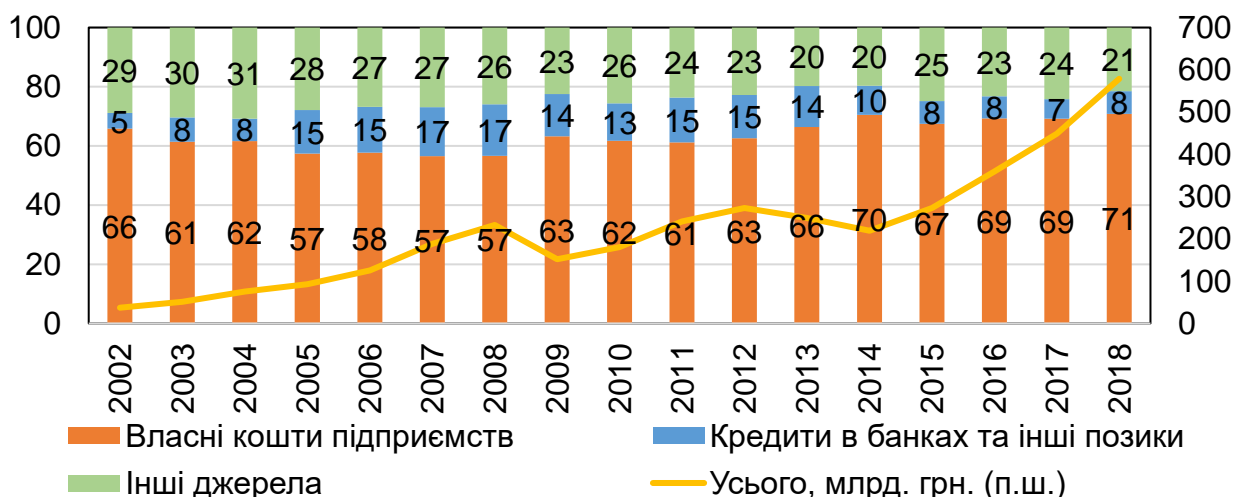
Мал.5

(дані НБУ)

Вплив монетарної політики на економічну активність є значно більш обмеженим ніж на цінові індекси. Найбільшим впливом є курсовий канал, де укріплення реального курсу може зменшувати цінову конкурентоспроможність економіки. Процентна політика менш впливає на кредитну активність та інвестиційну привабливість реального сектора і зокрема промисловості. Більш впливовими факторами тут є зміна інвестиційного клімату, що включає в себе захист прав кредиторів, справедливі судові рішення, виконавчу дисципліну позичальників та низку інших факторів, що знаходяться поза межами впливу монетарної політики.

Протягом багатьох років, майже протягом всієї історії незалежності України частка кредитів банківського сектору в загальному обсязі інвестицій в основний капітал незважаючи на ставки Національного банку, та задовго до запровадження режиму інфляційного таргетування, не перевищує 7-10%., а прями іноземні інвестиції в економіку України є одними з найнижчих серед інших країн із близькими економіками. Тому обсяг та якість як українських так і закордонних інвестицій залежить у першу чергу від стабільного середовища та низьких ризиків, а їх зростання буде залежати від швидкості та послідовності структурних реформ.

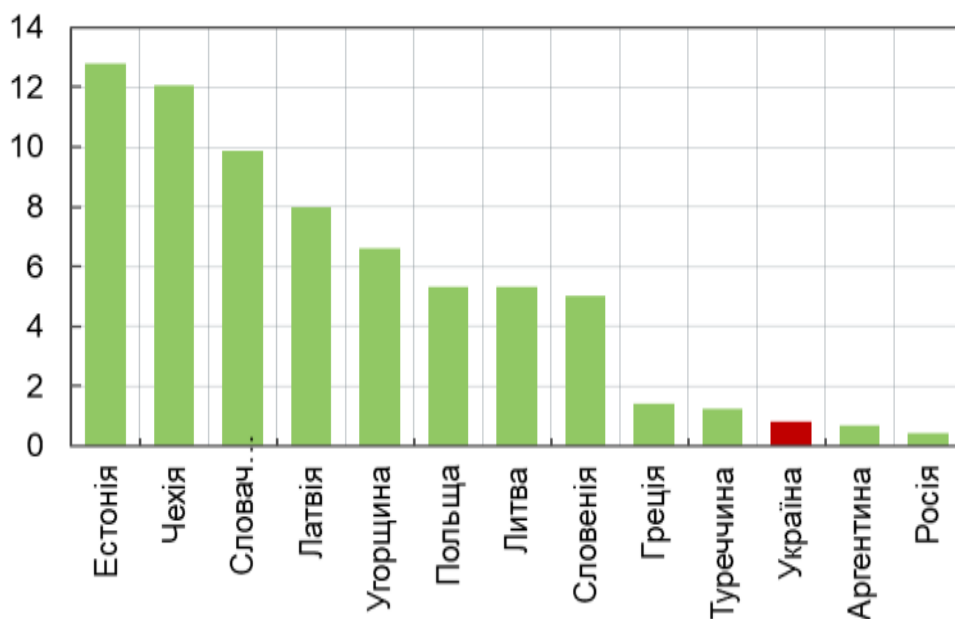
Структура капітальних інвестицій в Україні



Мал. 6

(За даними комітету статистики)

ПІІ на 1 особу станом на кінець 2018 року, тис. дол. США



Мал. 7

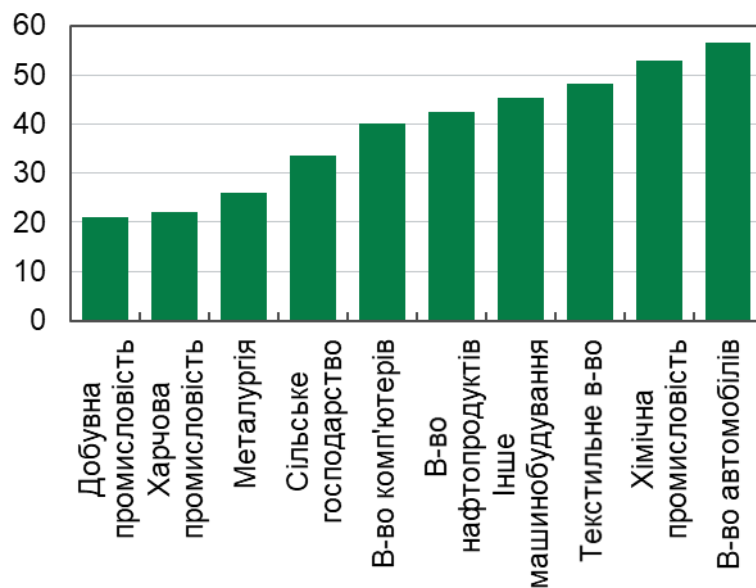
(МВФ, власні розрахунки)

Основною проблемою при режимі плаваючого курсу та значного припливу капіталу є швидке укріплення курсу та відповідне погіршення цінової конкурентоспроможності економіки. Саме це і відбувається протягом 2019 року в Україні. Зазвичай центральний банк постає перед дилемою: або не давати місцевій валюті укріплюватися, що вимагає значних інтервенцій на валютному ринку. Як наслідок це призводить до значного розширення грошової маси із відповідними інфляційними наслідками. Або «відпустити» курс в сторону укріплення що знижує прибутки експортерів та погіршує цінову конкурентоспроможність економіки в цілому. В цілому Національний банк вибрав достатньо помірковану стратегію, збільшивши купівлю надлишків пропозиції валюти, але не перешкоджаючи все таки тренду на укріплення, а тільки стримуючи його швидкість. З одного боку це дозволяє нарощувати

міжнародні резерви навіть при суттєвих зовнішніх виплатах по попередніх боргах, та знижувати інфляцію, але з іншого боку прибутки експортерів певною мірою погіршуються. Слід також мати на увазі що жодна економіка не може сприяти зовнішній торгівлі тільки курсовим важелем.

По- перше, це зменшує стимули для покращення продуктивності, а по- друге, через пришвидшення інфляції реальний курс знов через певний час укріплюється, тобто цінова конкурентна перевага не може підтримуватися довгий час лише за допомогою курсу. Слід також зауважити про значну складову імпорту у експортно- орієнтованих галузях, тому укріплення гривні не тільки знижує дохід від експорту в гривнях, але і знижує видатки на імпорт.

Частка імпорту у проміжному споживанні окремих видів діяльності, %*

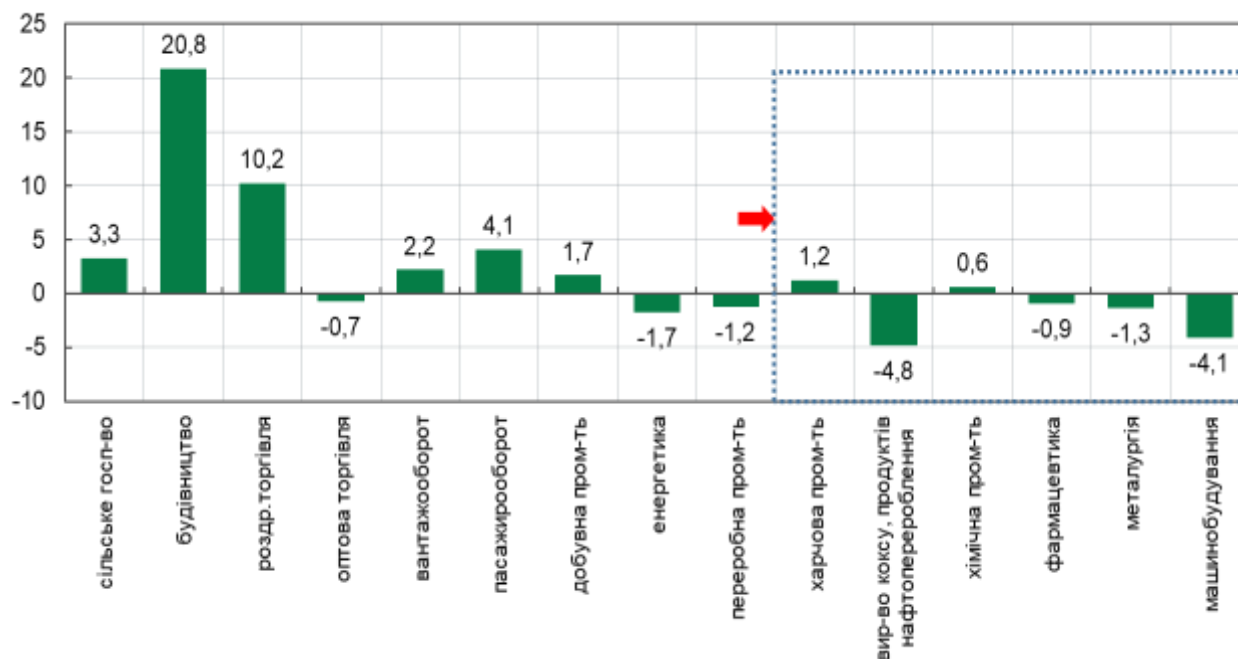


Мал.8

(дані НБУ)

Окремі галузі виробництва суттєво пригальмували у цьому році. Серед них є металургія, машинобудування, виробництво нафтопродуктів. Але все ж таки найбільше падіння у цих галузях викликано переважно через вплив зовнішніх чинників. Так наприклад зовнішні ціни на сталеву продукцію впали в середньому на 18 відсотків за 11 місяців 2019 року, у той час як залізна руда подорожчала на 35 відсотків за цей же період, а також продовжували дорожчати перевезення.

Виробництво продукції у основних видах діяльності у січні-жовтні 2019, % до відповідного періоду попереднього року



Мал.9

(дані НБУ)

Ще одним сектором економіки, який втрачає від укріплення гривні є бюджет. Так чисті втрати державного бюджету (за вирахуванням економії на боргових виплатах) від різниці між фактичним курсом гривні та курсом, закладеним в бюджет, за оцінками НБУ, складуть цього року біля 20 млрд грн. Але знов таки, це становить лише приблизно 2% загальних доходів державного бюджету. У той час як прискорення реформ у податковій службі та митних органах має принести набагато більші доходи до бюджету.

Висновки

Якщо оцінювати монетарну політику 2019 року в цілому, то можна зробити висновки, що в основному, вона впоралася із завданнями та забезпечила досягнення своїх цілей, які визначені законом та Основними засадами грошово-кредитної політики на цей рік.

Цілі по інфляції та утриманні фінансової стабільності були досягнуті.

Економічне зростання знаходилося у межах прогнозних параметрів,

а міжнародні резерви зросли, незважаючи на суттєві виплати по зовнішнім боргам.

Разом з тим поточна макроекономічна ситуація покладає низку проблем, як перед НБУ, так і перед Українською владою в цілому, які маю бути вирішені.

Укріплення курсу в умовах значного припливу капіталу, знизило певною мірою цінову конкурентоспроможність економіки в середньому на 15 відсотків. На жаль ці процеси не супроводжувалися відповідним зростанням продуктивності праці в окремих секторах економіки. Проблема фінансування зовнішнього боргу залишається серйозною, незважаючи на покращення його структури, в тому числі і по термінах погашення, зменшення курсового ризику та зменшення співвідношення боргу до ВВП. Вимагають вирішення і проблеми, які є у банківській системі, зокрема високий рівень непрацюючих кредитів, а також посилення

політичної та операційної незалежності Національного банку. Тому подальші дії Української влади вимагають суттєвого прискорення структурних реформ та покращення інвестиційного клімату в країні .