

Коли у вас не покарані умовні Бахматюк або Жеваго, не можна мріяти про дешеві кредити як в Європі — інтерв'ю із заступником голови НБУ

Заступник голови НБУ Олег Чурій у інтерв'ю НВ Бізнес розповів про несумісність високої інфляції і дешевих кредитів і дав кілька порад щодо виконання плану бюджетних доходів без знецінення гривні

Економіка України, як і усього світу, неочікувано зіткнулась з коронакризою. У березні цього року Національному банку України довелося витратити \$2,4 млрд золотовалютних резервів аби утримати курс гривні від різкого падіння, яке було викликано панічним попитом з населення і бізнесу.

Для стимулювання економіки, у період та після карантину, влада та НБУ почали впроваджувати низку антикризових заходів, зокрема, банківський регулятор значно знизив облікову ставку — до найнижчої в історії країни позначки 6%.

Водночас виникла дискусія щодо того, чи потрібно проводити додаткову емісію гривні аби фінансувати дефіцит держбюджету в умовах неможливості Міністерства фінансів України залучати кошти на зовнішньому та внутрішньому ринку. В НБУ виступили, категорично проти такої ідеї, хоча рада центробанку дозволила йому купувати держоблігації на вторинному ринку.

Натомість НБУ запровадив ринкові інструменти, серед яких довгострокове рефінансування для банків, що дозволяє під заставу облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) отримувати кошти від НБУ. Тому для вирішення проблеми фінансування держбюджету підключилася надлишкова ліквідність банківської системи. Мінфін відновив аукціони з продажу ОВДП, де, переважно, покупцями виступають українські банки.

Після завершення карантину та поступового запуску економіки, ситуація почала значно поліпшуватися. Курс гривні відвоював свої позиції та стабілізувався. НБУ почав відновлювати свої резерви, влада спромоглася досягти домовленості з Міжнародним валютним фондом (МВФ). Однак, зараз ситуація, як стверджують у МВФ, щодо відновлення економіки досить невизначена, тому прогнози дуже різняться. Є високі ризики другої хвилі епідемії коронавірусу. Є ймовірність, що кризові березневі явища можуть повторитися восени або взимку.

Журналіст НВ Бізнес зустрівся з заступником голови НБУ Олегом Чурієм, сферою управління якого є ринкові операції, щоб з'ясувати як змінилася ситуація на валютному ринку, після березневих подій і чи є ризики їхнього повторення, що буде впливати на курс гривні, як бізнесу хеджувати валютні ризики, чи вплине зниження облікової ставки НБУ на здешевлення кредитів, чому немає необхідності у додатковій емісії гривні.

Про облікову ставку та іпотеку під 10%

На минулому тижні Національний банк знизив облікову ставку до 6%. Це рекордне значення для України. Але чи вплине воно якимось чином на інші відсоткові ставки та кредитування?

Безумовно, хоча це і поступовий процес. Ми пом'якшуємо монетарну політику, бо з одного боку бачимо, що інфляція низька, вона не загрожує гаманцям громадян, а з іншого боку, коронакриза серйозно зашкодила багатьом секторам економіки і бізнес потребує підтримки.

Як працює цей механізм? Ми знижуємо облікову ставку, тобто вартість ресурсів для банків, банки в свою чергу спочатку знижують ставки за депозитами, а потім і за кредитами. Таким чином економіка отримує підтримку у вигляді дешевших кредитних ресурсів.

Згадайте, ще в минулому році ставки за строковими гривневими депозитами перевищували 15%, зараз вони прямують до 10%. Згодом ймовірно будуть і меншими. Вслід за цим

дешевшають і кредити. Наприклад, для бізнесу середні ставки за гривневими кредитами від початку року знизилися більш як на 4 відсоткових пункти.

Чому тоді не помітно здешевлення кредитів для громадян?

Дійсно, ставки для домогосподарств більш інертні. Певним чином процес гальмується ситуацією з коронавірусом. Банки побоюються, що зниження ставок за депозитами під час кризи спричинить відплив вкладів. Для цього є також перешкоди ментального характеру. Ми показуємо ринку, що економіка готова до однознакових відсоткових ставок, але має пройти час, поки до цієї реальності звикнуть і банки, і громадяни.

Втім, процес йде, ставки за кредитами і депозитами у роздрібному сегменті також мають тенденцію до зниження. Національний банк докладає для цього багато зусиль. Ми досягли низької інфляції, привчаємо ринок до того, що курсові коливання — це нормально, а гривня може не тільки послаблюватися, але й зміцнюватися. Все це посилює довіру до національної валюти, сприяє зниженню відсоткових ставок.

Дуже багато розмов про іпотеку під 10%, але всі задуми поки що лише на папері.

Насправді такі програми вже є, не у всіх банків, але є. Важливо розуміти, що у вартість кредитів закладається не тільки вартість залученого ресурсу (наприклад, депозиту чи рефінансування НБУ) і маржа, але й ризики банку. Якщо в Україні є стала практика неповернення кредитів, якщо банк не має можливості повернути заставу навіть через суд, то цей ризик також обраховується у вартості кредитів. Або інший приклад — банк просто не довіряє забудовнику, бо є численні випадки невиконання ними своїх зобов'язань перед інвесторами. Ці чинники стримують здешевлення кредитів. Судова реформа, посилення захисту прав кредиторів та інвесторів — це те що конче необхідно Україні.

Але в будь-якому випадку, щоб мати іпотеку під 10%, треба мати стабільно низьку облікову ставку.

Так, але якщо Україна продовжить послідовну зважену економічну політику, яку проводила впродовж останніх років, то це не є чимось фантастичним. Саме тому Національний банк так сильно піклується про інфляцію — щоб вона не сильно відхилялася від 5% на рік. Бо якщо інфляція 5%, то депозит може бути під 6–7%, а кредит умовно під 9–10%. Але якщо інфляція буде 10 чи 15%, то ми ніколи не побачимо дешевих позик: ані іпотеки, ані кредитів на розвиток бізнесу.

Ми йдемо тим же шляхом, що і наші східноєвропейські сусіди. Там теж спочатку була значна інфляція, девальвація. Потім був початок структурних реформ, період досить жорсткої монетарної політики для приборкання інфляції, але згодом це дало результат. Інша справа, що структурні реформи в Україні треба прискорювати.

Вибачте, але коли у вас непокарані умовний Бахматюк чи Жеваго, які винні Національному банку та вкладникам мільярди гривень, то не можна мріяти, що кредити будуть такі ж дешеві як у Європі. Необхідно завершувати реформи в судовій системі, правоохоронних органах. Не може бути дешевих кредитів, доки є каста недоторканих позичальників, які можуть собі дозволити не розраховуватися по боргах.

Про курс гривні, ризики повторення березневої паніки і доходи бюджету

У березні НБУ продали більше 2 млрд дол. США з резервів, щоб врятувати гривню. Чи не забагато ви тоді витратили?

У нас політика залишається незмінною упродовж останніх п'яти років. Ми згладжуємо різкі коливання гривні як в один, так і в інший бік. Тобто коли на ринку профіцит валюти ми її викупуємо, а коли її не вистачає, на гривню тиснуть, то ми продаємо валюту, щоб задовільнити попит. У минулому році, наприклад, гривня зміцнювалася, були гарні

результати в експортерів, був приплив портфельних інвестицій, тож ми викупили з ринку майже 8 млрд дол. США. Це чиста купівля. В березні, коли коронавірус дістався й Україні, почався ажіотаж, люди, компанії купували валюту, це тиснуло на гривню, і щоб запобігти різким коливанням ми дійсно продали більше 2 млрд дол. США. Не було жодного дня, щоб ми не задовільнили попит на валюту. Всі хто хотів купити, купив. Але ажіотаж вщух, ситуація розвернулася і ми почали проводити інтервенції з купівлі валюти. У другому кварталі викупили вже 1,8 млрд дол. США. А загалом з початку року сальдо наших інтервенцій позитивне — плюс 400 млн дол. США. Тобто ми вкотре довели, що наша політика ефективна.

Вважаєте, що це була просто паніка?

Є фундаментальні фактори, тобто на рівні економіки, а є психологічні, поведінкові. В березні на курс тиснув психологічний чинник. Люди часто приймають емоційні рішення і це був класичний випадок. Страх перед пандемією помножений на тривожні новини з інших країн і фінансових ринків спричинив такий ажіотаж на валютному ринку.

Спекулятивна складова підігрівала цей ажіотаж?

Навряд чи спекуляції грали якусь значну роль. Купувати валюту кинулися усі - і бізнес, і населення. Багато хто купував з розрахунку, що курс продовжить падати. Наприклад, деякі імпортери з валютними кредитами поспішили закупитись. І загалом багато хто просто перекупив валюту. Це на фінансовій мові називається overshooting (невиправдане завищення - ред.), коли курс вилітає далеко за межі рівноважного. Психологічний чинник відступив, а економіка виявилася більш стійкою до кризи, ніж багатьом здавалось. Імпорт падав значно швидше за експорт під час кризи, тому дефіциту валюти не сталося. Багато кому довелося продавати накуплене по гіршому курсу.

Зараз знову погіршуються показники захворюваності COVID-19 в країні. Чи може це спричинити нову паніку на ринку?

Від кризи сильно постраждали туристичні країни, а ми з точки зору платіжного балансу навпаки виграли від закриття кордонів

Важко передбачити поведінку багатьох учасників ринку. З точки зору фундаментальних факторів ситуація виглядає не так погано. Імпорт суттєво скоротився, адже попит на товари не першої необхідності впав. Також значно зменшилися витрати громадян на закордонні подорожі. Якщо у минулому році українці витратили на мандрівки в інших країнах більше 8 млрд дол. США, то у цьому році, ймовірно, буде вдвічі менше.

Водночас експортери постраждали менше і продовжують генерувати значні обсяги валютних надходжень. Торговий баланс, який у нас зазвичай від'ємний, у квітні був додатним. Даних по травню ще немає, але по валютному ринку помітно, що темпи падіння імпорту залишаються високими, а в експортерів справи йдуть відносно непогано. Україна під час кризи наростила експорт зерна та олії, зокрема через введення обмежень на експорт окремих зернових та соняшника Росією та Казахстаном. Експорт металів впав, але експорт руди на світові ринки зріс через проблеми виробників в Бразилії та поступове відновлення активності в Китаї. Крім цього, ситуація з переказами від трудових мігрантів також краща, ніж ми очікували на початку кризи. Ми очікували, що вони впадуть з 12 до 10 млрд. дол. США, але зараз все виглядає оптимістичніше. Нарешті вже є нова програма фінансування від МВФ. І це також дуже добрий сигнал для економіки.

Тобто міжнародні резерви навіть будуть зростати?

У квітні ми прогнозували, що на кінець року міжнародні резерви будуть трохи вищими за 27 млрд дол. США. Зараз очікуємо, що ситуація буде кращою. Окрім суттєвого поліпшення торгового сальдо України, траншів від МВФ, слід ще врахувати фактор Нафтогазу. Частина тієї валюти, яку НАК отримав у минулому році від Газпрому, буде незабаром продана для сплати дивідендів у державний бюджет.

А відтік інвестицій нерезидентів не завадить?

Не секрет, під час коронакризи усі країни, що розвиваються, пережили вплив іноземних інвестицій. У минулому році нерезиденти вклали понад 4 млрд дол. США в державні облигації України. На піку у лютому цього року їх портфель ОВДП складав 128 млрд грн, зараз скоротився майже до 100 млрд грн. Тобто близько 1 млрд дол. США іноземні інвестори вивели. Але це було досить рівномірно розподілено у часі. У нас нерозвинутий вторинний ринок і вийти без значного дисконту важко. Тому іноземні інвестори переважно очікували на планові погашення і таким чином забирали вкладення. Значного тиску на валютний ринок це не спричинило. У цьому році важко очікувати на відновлення стійкого попиту іноземних інвесторів на ОВДП, але ситуація сильно залежатиме від перебігу подій з коронавірусом в Україні і в світі. Ймовірніше, стабільний попит відновиться вже у наступному році.

Якщо ситуація сприятлива, то чому не проводите черговий раунд скасування валютних обмежень?

Насправді не так багато їх і залишилося. Основне обмеження, яке досі зберігається, — це купівля валюти під зобов'язання. Тобто зараз бізнес може купувати валюту тільки під зовнішньоекономічний контракт, сплату кредиту тощо. Скасування цієї норми прив'язане до поліпшення макроекономічних умов. Поки що ми не готові її прибирати, адже є ризик, що це погано позначиться на фінансовій стабільності. Коронакриза триває, тому треба діяти обережно, щоб не нашкодити економіці. Тим паче, що ми зараз знизили облікову ставку до дуже низького рівня, і треба придивитись, як поводитиме себе валютний ринок в таких умовах, як громадяни реагуватимуть на зниження ставок у гривні. Що стосується низки інших обмежень, зокрема тих, що стосуються лімітів на інвестиції за кордон (100 тис. євро/рік для фізосіб і 2 млн євро/рік для юросіб — ред.), то вони прив'язані ще до імплементації Плану дій BEPS в Україні. Необхідні закони вже прийнято (№ 1210 — ред.), але пройде певний час до того моменту, як Україна почне обмінюватися податковою інформацією з іншими країнами. А це точно не відбудеться вже у цьому році.

Який курс варто закладати бізнесу у свої плани?

Бізнесу краще всього хеджувати свої ризики сьогодні і не думати про коливання завтра. Інструменти хеджування вже працюють, банки їх пропонують. Можна це робити через кредити, можна — через валютні форварди. Але в будь-якому випадку це потрібно робити. Реальний сектор в розвинутих країнах давно хеджує ризики, а не намагається вгадати курс.

Державний бюджет побудований на курсі майже 30 грн/дол. США, а зараз він близько 27 грн/дол. США. Знову повториться ситуація минулого року з недовиконанням плану доходів?

Вже не перший рік у бюджет закладається достатньо високий курс (долара — ред.). Ми до речі, говорили про це на першій зустрічі з міністром фінансів. З нашої точки зору, слід відмовитися від практики «натягування» очікуваних доходів за рахунок закладання в прогноз більш високого курсу гривні. Ліпше закладати консервативний курс. Також було б краще обраховувати акцизи в гривні, а не євро, це б знизило ризику бюджету. Ми ці пропозиції відправили Мінфіну.

Але глобально курс не є головною проблемою бюджету. Головна проблема — це високий рівень тіньової економіки, через яку бюджет недоотримує значні надходження. Питання ухилання від сплати податків — ось на що треба звернути увагу. А вирішувати проблеми бюджету через курс неправильно. Штучна девальвація заради доходів бюджету — це вища інфляція, це недовіра до національної валюти, це вічно високі ставки за кредитами. Тому ми не можемо підпорядковувати нашу монетарну політику курсу, який закладено в бюджет.

Немає жодної країни в світі, де була б кредити були дешевими, а інфляція висока.

Трішки дивно взагалі, коли нам, скажімо так різні «експерти», пропонують штучно розігнати інфляцію. Це такі собі Робін Гуди, тільки навпаки. Бо Робін Гуд забирав гроші у багатих на користь бідних, а ці пропонують забрати у бідних і роздати багатим. Адже висока інфляція

може бути вигідна лише заможним людям, які мають активи, а люди, які живуть на зарплату чи пенсію, тільки страждають від неї. І логіка цих експертів дуже дивна: вони з одного боку підтримують дешеві кредити, а з іншого — високу інфляцію. Але це несумісні речі.

Про додаткову емісію гривні

Аналітики кажуть, що навіть з кредитами МВФ коштів для фінансування дефіциту бюджету в цьому році недостатньо. Треба або виходити на зовнішній ринок або друкувати гроші в НБУ. Чи можливо це?

Я не бачу значних проблем з фінансуванням бюджету в цьому році. Ми отримаємо значні суми від наших міжнародних партнерів — понад 5 млрд дол. США. Після укладання нової програми з МВФ Мінфін може також спокійно залучити кошти на зовнішніх ринках під прийнятні відсотки. Крім цього, є значний потенціал внутрішнього ринку. За винятком обов'язкових резервів у банків ліквідність зараз в 140 млрд грн. Вони їх тримають переважно в коротких депозитних сертифікатах (ДС), але ми знижуємо облікову ставку, і доходність по ДС падає. Водночас державні облігації (ОВДП) стають більш привабливими для них. Враховуючи, що ми модифікували наші інструменти з підтримки ліквідності і подовжили строки рефінансування, зараз банки можуть не боятися дефіциту ліквідності, кредитувати і вкладати кошти в ОВДП на довші строки. Тим паче, що ці кошти все одно повертаються в банки, адже Мінфін продає ОВДП, а потім здійснює видатки і гроші знов опиняються в банківській системі. Тобто жодної необхідності друкувати кошти з ризиком розігнати інфляцію немає. І останні аукціони Мінфіну з розміщення ОВДП це підтверджують. Уряд залучає значні суми і водночас постійно знижує ставку залучень.

Міністр фінансів скаржиться, що інфляція нижче 2%, а кошти доводиться залучати під 10-11%.

Облікова ставка НБУ впливає насамперед на дохідності за короткими ОВДП. І ми як раз бачимо, що зараз дохідність короткострокових облігацій Уряду знижується. Зараз вона становить вже 7–8%. Це дуже низький рівень ставок, якщо подивитись взагалі на їх історію в Україні. Що стосується ОВДП на довгі строки, то там зовсім інші принципи ціноутворення. Інвестори включають туди кредитний ризик і ризик ліквідності по цим паперам і тому розраховують на більші ставки. Візьміть зараз дохідність по альтернативним інструментам, наприклад єврооблігаціям Уряду. Це зараз 6–7% у валюті. Тобто різниця між ставками за довгими гривневими (біля 10% - ред.) та валютними інструментами вже на достатньо низькому рівні. Очікувати на суттєве зниження доходності по довгим гривневим інструментам можливо за одночасного зниження дохідності по довгим валютним боргам уряду. Ринок з-під палки не працює.

Багато центробанків зараз емітують кошти через викуп цінних паперів на вторинному ринку. НБУ також спонукають до цього, але він відмовляється. Чому?

Такі інструменти застосовуються переважно в розвинутих країнах, де облікові ставки вже близько нуля. Тобто у них вже обмежений монетарний інструментарій. У нас такої необхідності немає, адже інфляція низька і ми постійно знижуємо облікову ставку, надаючи стимул економіці. Також ми підтримуємо економіку через рефінансування. Банки можуть брати кошти та спрямовувати їх в економіку. Зараз нам пропонують багато рецептів — надрукувати кошти, девальвувати гривню до 30, знизити вимоги до оцінки кредитних ризиків банків. Але все це шлях в нікуди. Це рецепти створення мильної бульбашки, яка лусне так, що мало нікому не буде.

Хочете сказати, що буде неконтрольоване падіння?

У нас зараз перша криза, коли гривня не летить у прірву, інфляція низька, банки працюють стабільно. І це навіть при тому, що ми знижуємо облікову ставку, а Уряд збільшує дефіцит бюджету. Ось це і є показник того, що останні роки ми рухались у правильному напрямку, проводили нормальну економічну політику і підійшли до кризи

підготовленими. В 90-ті все було по-іншому, в 2008 і в 2014 році все було по-іншому. Чи ми хочемо постійно по колу ходити?

Що далі

У липні у вас закінчується контракт в НБУ. Ви — перший член з поточного складу НБУ, який може незабаром піти. Чи є у вас взагалі плани залишатись тут працювати?

Яків Васильович (голова НБУ Яків Смолій — ред.) вже сказав, що буде подавати мою кандидатуру на подовження. Тепер рішення за Радою НБУ, яке має відбутись наприкінці червня-початку липня.

Ви як куратор валютного блоку НБУ вважаєте власні результати на цій посаді задовільними?

Оцінки нехай дають інші. Скажу лише про те, що було зроблено багато правильних кроків.

По-перше, Україна перейшла від фіксованого до плаваючого курсоутворення. Глибокі кризи 2008 і 2014 років були значною мірою спричинені фіксуванням курсу гривні на штучному рівні. Натомість плаваючий курс усуває ризик накопичення серйозних дисбалансів. Це ми бачимо останні п'ять років. Гривня то зміцнюється, то послаблюється, але не падає різко у прірву, як раніше. Курс коливається, бо в економіці постійно відбуваються зміни і це нормально.

По-друге, проведена революційна валютна лібералізація. Скасовано і пом'якшено близько 40 валютних обмежень, які заважали бізнесу і громадянам. Стало значно простіше купувати валюту, залучати кредити з-за кордону, здійснювати інвестиції. Це величезний крок вперед для бізнес-клімату. Ми поступово рухаємось у напрямку повної свободи руху капіталу. Навіть ті нечисленні обмеження, які ще залишились, будуть згодом скасовані.

По-третє, сьогодні ми маємо зовсім іншу інфраструктуру фінансового ринку. Створено прозорий міжбанківський валютний ринок на сучасних міжнародних платформах. Ще один знаковий момент — встановлення кореспондентських відносин з міжнародним депозитарієм Clearstream, завдяки чому іноземні інвестори отримали зручний доступ до українських цінних паперів, а Міністерство фінансів отримало додаткові можливості для залучення коштів.

Нарешті ми багато процесів зробили зрозумілими і прозорими. Наприклад, повністю прозорі інструменти з підтримки ліквідності в банківській системі. Немає «договорняків» чи дискримінації під час рефінансування банків. Всі працюють в рівних умовах.

І що далі?

Треба працювати над розвитком фінансових інструментів. Хеджування валютних ризиків, валютні і процентні свопи знаходяться лише на стадії зародження, але мають суттєвий потенціал. Необхідно також розвивати вторинний ринок державних облігацій. І головне — не втрачати той темп, яким ми рухались останні роки, не розгортати реформи в інший бік.