

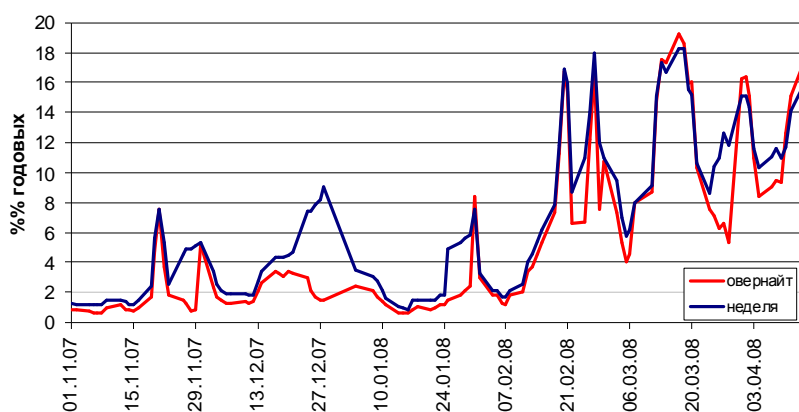
Инфляция или дефолт?

Ситуация, которая сейчас сложилась на денежном и фондовом рынках Украины, близка к критической. За время, прошедшее с 1998 года – последнего серьезного кризиса на этих рынках – и структура рынков, и механизмы их функционирования и регулирования поменялись существенно, что не позволяет в полной мере использовать опыт преодоления кризисных явлений, оставшийся после событий десятилетней давности. Кроме того, безкризисное прохождение политически нестабильных 2004 и 2007 годов создали опасную иллюзию того, что кризиса не будет никогда и что его можно избежать превентивными полумерами.

Сегодня со стороны власти звучат заверения о том, что ситуация находится под контролем и что принимаются адекватные меры. Вот только один вопрос остается открытым: против чего именно направлены эти меры? Инфляции? А не проявят ли эти меры себя как непроверенное лекарство – исцеляя от одной болезни, спровоцируют другие осложнения... Давайте попытаемся смоделировать что произойдет в экономике Украины, если применяемые сейчас так называемые «антиинфляционные» меры будут продолжены.

По состоянию на начало 2008 года в обороте фондового рынка Украины находились облигации на общую сумму около 20 млрд. грн. Облигационные займы разместили крупнейшие предприятия и банки страны, в списках эмитентов представлены практически все отрасли, в том числе и наиболее стратегически важные. Средняя ставка доходности на начало года составила 13,5 процентов годовых; весь 2007 год наблюдалась устойчивая тенденция к снижению ставок. В прошлом году фондовый рынок успешно преодолел и февральское «китайское» потрясение, и дважды роспуск Верховной Рады, и внеочередные парламентские выборы, и американский ипотечный кризис, и обновление рекордов мировых цен нефти и золота. На 2008 год прогнозы по его развитию были весьма оптимистичны, даже не смотря на ожидаемую инфляцию.

Динамика ставок KievPrime овернайт и неделя



Но начало второго квартала 2008 года охарактеризовалось резким ростом ставок межбанковского кредитования. Ставка овернайт в ночь на 1 апреля взлетела до 45% годовых – уровня, невиданного в Украине с конца прошлого столетия. Этот скачек был беспрецедентен, но предсказуем – стоит лишь пронаблюдать динамику ставок на межбанковском рынке с 22 февраля 2008 года (смотри график ставок овернайт KievPrime). В целом рынок начиная с этой даты отличается

крайней нестабильностью ставок, демонстрируя среднее значение на уровне 11,25 процентов годовых, тогда как средняя стоимость ночных денег в 2007г составляла всего 2,3 процента годовых.

По нашему глубокому убеждению, основной причиной столь стремительного удорожания гривневых ресурсов являются антиинфляционные меры, а именно так называемая стерилизация гривневой ликвидности на счетах Государственного казначейства Украины, проводимая усилиями Правительства.

Возможно, данные меры действительно будут иметь положительное воздействие на показатели инфляции в краткосрочном периоде. Однако экономика не терпит решений лишь сиюминутных задач, без оглядки на день завтрашний. Кто-нибудь из чиновников задумывался над тем, к чему приведет удорожание ресурсов в среднесрочной перспективе?

И как на эти меры будут вынуждены отреагировать участники фондового рынка, в частности инвесторы, купившие корпоративные облигации украинских эмитентов.

После начала роста ставок межбанковского кредитования, т.е. за три месяца 2008 года, только лишь банки Украины вынуждены были предъявить по ofercie эмитентам свыше 1,7 млрд. грн. облигаций. Понять логику инвестора легко – такое соотношение ставок доходности облигаций и ставок кредитования либо делают инвестиции экономически невыгодными (кто будет инвестировать в облигации с их 14% годовых, если на межбанке можно легко поднять и все 30%?), либо делает бизнес инвестора убыточным (кто может себе позволить привлекаться под 30% годовых, чтобы купить облигации с 14% доходностью?).

Большинство инвесторов сейчас будут требовать от эмитентов поднять ставки купона как минимум до 18% годовых. Но готовы ли эмитенты к таким ставкам? В бизнес-планы закладывались определенные ставки по привлеченным средствам и графики рентабельности выводились именно от них. Резкое увеличение ставок грозит невыполнением инвестиционных программ и убыточной деятельностью. Отказ от увеличения ставок до уровня, приемлемого для инвестора, грозит предъявлением облигации к досрочному погашению по ofercie.

В случае предъявления облигаций к ofercie, смогут ли эмитенты оперативно изъять средства из оборота для выкупа своих обязательств? Вряд ли, поскольку абсолютное большинство эмитентов выпускали облигации под развитие производственных мощностей, а принудительный выкуп облигаций грозит лишить их всех до копейки оборотных средств. Смогу ли они взять дополнительные банковские кредиты для покрытия внезапного оттока средств? Маловероятно, хотя в принципе возможно, вопрос лишь по каким ставкам?

Эмитенты оказываются между двух огней – поднимая ставки купона по облигациям, они рискуют выйти на убыточную деятельность и не выполнить инвестиционный меморандум; не поднимая ставки – они рискуют получить свои облигации по ofercie. В обоих случаях перед эмитентами встает очень реальная угроза дефолта.

И этот дефолт имеет все шансы стать системным. Если еще пять лет назад крупнейшими инвесторами в облигации были коммерческие банки, то сегодня это компании по управлению активами, страховые компании, негосударственные пенсионные фонды и прочие финансовые учреждения, работающие, в том числе, и со средствами населения. Причем работающие без всякой гарантии со стороны государства (в отличие от банковских депозитов, гарантированных специальным Фондом). К инвестициям в корпоративные облигации этих инвесторов не в последнюю очередь толкали лицензионные и регламентные требования государственных органов. Что произойдет с этими инвесторами в случае дефолта эмитентов ценных бумаг в их портфелях? Предугадать нетрудно – запустится «эффект домино». Сумеют ли финансовые учреждения выстоять? Вряд ли. Во-первых, для большинства из них это будет первой проверкой на прочность, ведь ни в страховой, ни в пенсионной системах Украины до этого кризисов не наблюдалось. Соответственно, ни в самих компаниях, ни у их регуляторов нет реальных навыков антикризисного управления, которыми обладает та же банковская система, переживающая как минимум третий кризисный период за последние 10 лет. Во-вторых, сам фондовый рынок, сами инвесторы воспринимают дефолт скорее как страшную сказку, фантастику, нежели как возможный сценарий развития событий. За все время работы фондового рынка Украины мы имели дело фактически с единичным, несистемным фактом дефолта отдельно взятого эмитента (Укراгропродукт в 2006 году). Массовый дефолт эмитентов неизбежно вызовет панику среди инвесторов, поскольку они даже не имеют смоделированных планов действий на этот случай.

Дефолт финансовых учреждений пенсионной и страховой систем, вызванный первичной волной дефолтов эмитентов, ударит в первую очередь по населению. Для финансовой системы это означает откат на десять лет назад. А для страны это означает сокращение роста производства, потерю налоговых поступлений и увеличение безработицы. Не это ли признаки стагфляции, не допустить которую обещает Национальный банк?

Но тогда почему именно Национальный банк делает все возможное, чтобы ставки по гривневым кредитам оставались высокими, тем самым резко повышая вероятность реализации описанного сценария?

Самое неприятное во всем этом – это то, что ни инвесторы, ни эмитенты не виноваты в сложившейся ситуации. Большинство из них с радостью продолжили бы сотрудничество друг с другом, однако экономические условия попросту не позволяют им этого сделать. Но ведь экономические условия кто-то устанавливает, кто-то их регулирует? И почему бы тем, кто это делает, ни обратиться к мировому опыту борьбы с подобными кризисами? Рецепты уже давно найдены и откатаны на практике. Вот только некоторые из них:

1. Наполнить денежный рынок ресурсами, снизив тем самым ставки кредитования. В свете борьбы с глобальными кризисными явлениями центральные банки ведущих стран мира уже снизили свои учетные ставки (США – на 0,75%, до 2,25%, в середине марта, Великобритания – на 0,25%, до 5% в середине апреля). Почему тогда НБУ не только не снижает учетную ставку, но наоборот – кредитует банки не под официальные 10% годовых, а под 14.5% по обеспеченным и 15% по необеспеченным кредитам, соответственно? И почему усиленно муссируются слухи о повышении учетной ставки до 12% годовых? Отказ от стерилизации избыточной гривневой ликвидности, скорее всего, уже не возымеет никакого действия на и так раскрученный маховик индекса потребительских цен (которым в Украине подменили индекс инфляции), ведь официальный мартовский рост цен промышленного производства на 6,6% – это мультипликатор будущей инфляции. Стерилизация тут уже не поможет. Но зато отказ от ее осуществления позволит спасти экономику от коллапса.

2. Расширить доступ к рефинансированию под залог ценных бумаг. Формально такой доступ существует и сейчас, но данный процесс не является системным и открытым. Если участники рынка будут уверены, что НБУ, как кредитор последней инстанции, готов рефинансировать под залог корпоративных ценных бумаг, то данные бумаги становятся более привлекательным инструментом, а значит – снижается вероятность их предъявления к досрочному погашению. Именно таким путем в подобной ситуации в прошлом году пошел Центробанк Российской Федерации, существенно расширив ломбардный список и сделав процесс рефинансирования предельно публичным. Оставим специалистам решать, что при этом происходит с денежными агрегатами, но самое главное при этом – снижается вероятность досрочных предъявлений долговых бумаг к погашению, а значит и снижается вероятность системного дефолта.

3. Отказаться от планов ужесточения требований по кредитованию, которые уже были озвучены руководителями Национального банка. Даже если определенная часть облигаций все-таки будет предъявлена к оферте, единственным возможным вариантом спасения эмитента будет банковское финансирование. Его отсутствие (как по причине отсутствия ресурсов, так и по причине чрезмерно жестких требований к резервированию по кредитам) станет последним гвоздем в крышке гроба экономического развития.

Эти меры не являются фантастическими, они реальны и выполнимы. Нужна лишь политическая воля и понимание ответственности регулирующих органов не только за решение узких ведомственных задач, но и за судьбу страны, как бы высокопарно это ни звучало. Безусловно, можно продолжать бороться с инфляцией, не замечая угрозы массового дефолта в реальном секторе. Но при этом желательно помнить, что инфляцию при работающей экономике преодолеть можно, а вот при системном дефолте уже очень мало кого будет волновать, из скольких разрядов состоит индекс этой самой инфляции. Так что выбор практически гамлетовский – инфляция или дефолт. Ошибка в выборе будет стоить очень и очень дорого.