Александр Вальчишен,
начальник отдела анализа финансовых рынков АБ «ИНГ Банк Украина»

Доходность с украинским смаком, или Что интересного на рынке облигаций Украины

На сегодняшний день при инвестировании в облигации на украинском рынке инвестор должен принимать во внимание ряд факторов. Во-первых, коротко- и среднесрочные заимствования преимущественно осуществляются по относительно высоким процентным ставкам. При этом первичное предложение облигаций носит скорее ситуативный характер не только в секторе корпоративных и муниципальных облигаций, но и в секторе государственных облигаций. Во-вторых, экономическая динамика, несмотря на острую политическую конкуренцию, была и остается позитивной для инвестиций в украинские активы, и в частности — в облигации, номинированные в украинской гривне. Заглядывая вперед, следует отметить, что вышеописанные факторы, на мой взгляд, не претерпят существенных изменений в текущем году. Однако ключевым фактором риска является возможное усугубление политической ситуации, которое может вылиться в досрочные парламентские выборы и привести к периоду политической неопределенности продолжительностью от трех до шести месяцев.

ПОЛИТИЧЕСКИЕ РИСКИ, ОЖИДАЕМОЕ ВЛИЯНИЕ ПОЛИТИЧЕСКИХ РЕШЕНИЙ НА ЭКОНОМИКУ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Текущая политическая жизнь в Украине характеризуется, как уже было сказано выше, достаточно острой политической конкуренцией — на данный момент между правительством и парламентской коалицией с одной стороны и президентом и поддерживающей его оппозицией с другой. При этом природа этого соперничества лежит в плоскости перераспределения полномочий между ветвями власти, которое стало возможным в связи с изменениями в Конституции, вступившими в силу в 2006 году.

Политические силы, представленные в правительстве и формирующие большинство в парламенте, делают это довольно успешно, намереваясь всячески отодвинуть президента и оппозицию от существенного влияния на политическую жизнь в стране. Главным противовесом в этой борьбе является право президента налагать вето на законы, а также распускать парламент

в случае нарушения конституционных требований. Последний вариант развития событий, а именно роспуск парламента и следующие за ним выборы, является главной целью оппозиционных сил. Президент же подчеркнуто призывает стороны к переговорному процессу и достижению договоренностей, при этом его главной целью является согласование и принятие поправок к Конституции, в которых бы были однозначно прописаны сферы полномочий и система противовесов всех ветвей власти.

Таким образом, равновероятны два основных варианта развития событий в политической жизни страны. Первый вариант — дальнейшее усугубление противоречий между президентом и правительством и дальнейшая агрессивная тактика парламентской коалиции по монополизации власти: досрочные парламентские выборы, а соответственно, некоторый период политической неопределенности (от трех до шести месяцев) — наиболее вероятен. Возможен и другой вариант развития событий. Инстинкт самосохранения парламентской коалиции, которая включает в себя более мелкие политические формирования, а также возможное нежелание крупнейшей фракции в коалиции Партии Регионов втягиваться в процесс переизбрания парламента подтолкнут их к необходимости ведения переговоров с президентом и оппозицией. Предметом таких (возможно, очень непростых и длительных) переговоров может стать согласование и принятие поправок к Конституции. В этом случае парламентские выборы могут не состояться до тех пор, пока не истечет срок действия конституционных полномочий нынешних парламентариев (то есть до 2011 года).

В целом, несмотря на различие взглядов, основные политические силы имеют схожие позиции по ключевым экономическим вопросам. Во-первых, в вопросах фискальной политики не обсуждается увеличение дефицита бюджета за пределы 3% ВВП. Во-вторых, возобновлена так называемая большая приватизация — в декабре 2006 года были сняты законодательные ограничения на приватизацию ОАО «Укртелеком», возобновлена подготовка к продаже государственных пакетов акций в компаниях по производству и передаче электроэнергии. В-третьих, возросшая открытость украинской экономики для иностранных инвестиций не рассматривается как угроза национальной безопасности. При этом в законодательном поле не появляется новых ограничений на привлечение частным бизнесом прямых иностранных инвестиций (ПИИ) за исключением тех, которые были заложены ранее.

Кроме того, среди украинских политиков сформировалась согласованная позиция по Всемирной торговой организации (ВТО), вступление в которую ожидается в третьем квартале 2007 года, и по отношению к политике обменного курса, проводимой Национальным банком Украины (НБУ). Касательно последнего все больше высших чинов в правительстве и в администрации президента высказываются в пользу сохранения текущей политики НБУ, поэтому руководство НБУ находится в понятной нерешительности относительно перехода на режим таргетирования инфляции и плавающего обменного курса. В вопросе приведения тарифов для населения (на жилищно-коммунальные услуги, электроэнергию, природный газ, уголь, транспорт и услуги фиксированной связи) к экономически обоснованному уровню практически все политики находятся в нерешительности, поэтому избран путь плавного и постепенного повышения размера оплаты этих услуг.

Такие подходы властей к реализации государственной политики несут в себе следующие ожидания по макроэкономической динамике на ближайшее время. Долговые показатели, такие как общий долг правительства к номинальному ВВП, не будут существенно ухудшаться новыми заимствованиями, необходимыми для финансирования государственного бюджета. Прирост номинального ВВП будет опережать увеличение долга на фоне роста реального ВВП, ожидаемого в диапазоне 5–7% в год в течение 2007–2009 гг. Возобновление приватизационных процессов будет способствовать частичному снижению потребностей правительства в финансировании дефицита государственного бюджета. Более высокая открытость экономики к иностранным инвестициям будет и далее способствовать притоку ПИИ. Вступление в ВТО и следующее за ним соглашение с Европейским Союзом (ЕС) о свободной торговле, как ожидается, увеличит внешнеторговый оборот, включая его экспортную составляющую. Постепенное увеличение правительством регулируемых тарифов (на услуги ЖКХ, электроэнергию, транспорт, природный газ) будет поддерживать инфляцию на уровне, близком к 10%. На этом фоне инфляционные ожидания экономических агентов будут оставаться высокими, удерживая процентные ставки в экономике на их прежнем (относительно высоком) уровне.

Главным полем раздора основных политических игроков является внешняя политика, которая, в свою очередь, напрямую связывает украинскую экономику с ее основными торговыми партнерами. В этой связи весомым риском на данный момент является темп прироста стоимости природного газа, импортируемого из России. Поскольку импорт энергоносителей является одной из основных статей импорта, существенный рост цен на природный газ может вылиться в увеличение дефицита счета текущих внешнеторговых операций. У нынешнего правительства более дружественные отношения с российским правительством, и соответственно, с компанией «Газпром». В результате на последних газовых переговорах было достигнуто соглашение о более медленном приросте цены (на 37% с 95 долларов США за 1 тыс. м^3 до 130 долларов США), в том время как годом ранее предыдущее правительство согласилось на скачок в 90% (с 50 долларов США до 95 долларов США).

Нет сомнения в том, что российское правительство заинтересовано довести цену продажи природного газа в Украину до европейского уровня (230 долл. США за 1 тыс. м^3), но конструктивность и добрососедство в отношениях правительств двух стран, как ожидается, предотвратят резкое увеличение цены. В то же время именно благодаря более высоким ценам на энергоресурсы украинская экономика способна излечиться от неэффективного потребления природного газа уже в среднесрочной перспективе путем снижения объемов потребления. Тем самым, вероятно, будет частично нивелирован отрицательный эффект от увеличения цены.

Рис. 1. Среднегодовой реальный рост ВВП Украины в сравнении с Россией и Казахстаном (2000–2006 гг.)

Источник: Государственный комитет статистики Украины, ИНГ

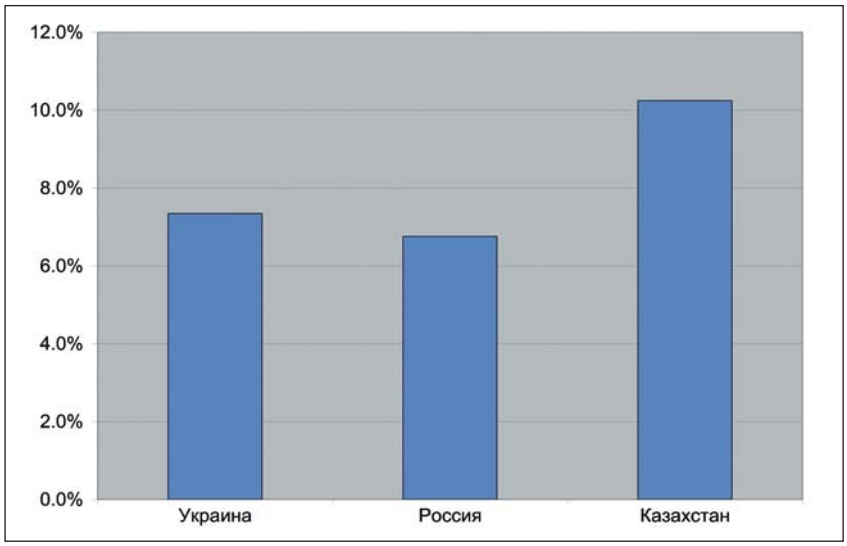


Рис. 2. Инфляция и уровень безработицы в Украине в сравнении с Россией и Казахстаном (2006 г.)

Источник: Государственный комитет статистики Украины, ИНГ

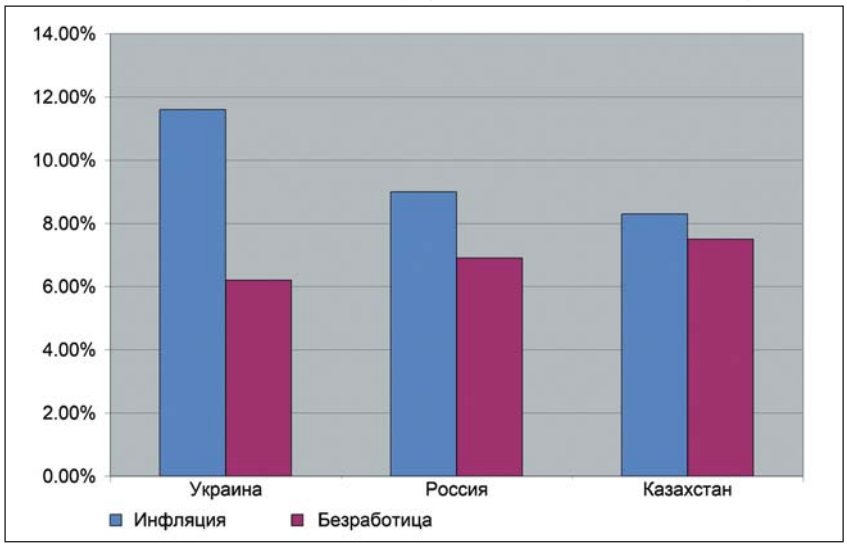


Рис. 3. Дефицит государственного бюджета (% от ВВП)

Примечание: на каждую отчетную дату взяты данные за последние 12 месяцев.

Источник: Государственный комитет статистики Украины

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ ДИНАМИКА

В течение последних семи лет среднегодовой прирост реального ВВП в Украине составил 7.3%. В 2004 году рекордный прирост экономики в 12.1% был обеспечен за счет потребительского спроса (16.3%), инвестиций (10.2%) и экспорта (18.1%). В 2006 году прирост в 7.1% основывался опять же на потребительском спросе (14.2%) и инвестициях (14.7%). При этом достаточно жаркие перипетии минувшего года в политике и относительно вопроса увеличения стоимости энергоресурсов, похоже, не имели существенного воздействия на поведение экономических агентов — спрос конечных потребителей был достаточно высоким, а рост инвестиций после спада 2005 года указывает как на улучшение климата для ведения бизнеса, так и на появление новых стимулов для инвестиций в основной капитал. В текущем году структура роста экономики скорее сохранится: рост потребительского спроса продолжит замедляться, а инвестиции станут главным драйвером роста экономики.

В сравнении с другими основными экономиками СНГ (Россией и Казахстаном) Украина показывает сопоставимые темпы экономического роста. И хотя темпы инфляции в этих странах ниже, чем в Украине, по уровню безработицы украинская экономика сейчас находится в лучшем состоянии.

При достаточно высоком росте экономики дефицит государственного бюджета удерживался правительством на уровне, не превышающем 3% от ВВП, и по результатам прошлого года данный показатель составил 0.7% против изначально ожидаемого дефицита в 2.5% от ВВП. Достаточно низкие потребности по финансированию дефицита государственного бюджета вкупе с рекордной приватизацией 2005 года (аукцион по продаже ОАО «Криворожсталь» привнес одноразово в государственную казну эквивалент 4.8 млрд долл. США) способствовали снижению уровня государственного долга с 19% ВВП по состоянию на начало 2006 года до 15% от ВВП на состоянию на начало 2007 года.

В последнее время инфляционные процессы в экономике подпитываются через государственные тарифы (на жилищно-коммунальные услуги, электроэнергию, природный газ и пр). Удерживавшиеся практически в замороженном состоянии в течение почти семи лет

(с 1998 года по 2005 год), тарифы на данные услуги на сегодняшний момент являются главной составляющей высокого роста индекса потребительских цен (11.6% на конец 2006 года). Осторожный подход правительства к перекладыванию рыночной стоимости указанных услуг на конечных потребителей, выраженный в постепенном увеличении тарифов, будет способствовать поддержанию инфляции в пределах, близких к 10%. Например, по результатам 2007 года инфляция, вероятнее всего, составит 8–10% с последующим снижением до 7–9% в 2008 году.

Таким образом, высокие инфляционные ожидания в экономике вкупе с теми рисками, которые принимаются во внимание различными экономическими агентами при инвестировании денежных средств, обеспечивают сравнительно высокий уровень процентных ставок в экономике. Например, по данным НБУ, усредненная ставка по банковским кредитам, выданным в гривне, составляет на данный момент приблизительно 15% годовых — исторический минимум (рис. 5). И при такой динамике процентных ставок спрос на кредиты в местной валюте измерялся приростом в диапазоне 20–70% в течение последних пяти лет (рис. 6). Заглядывая вперед, кардинального снижения процентных ставок в течение 2007–2008 гг., скорее всего, не произойдет. Причина этого в том, что главными инструментариями монетарной политики НБУ на данный момент являются резервные требования к коммерческим банкам и поддержание стабильного курса гривны по отношению к доллару США в диапазоне 5–5.06. Механизм учетной ставки как индикатор стоимости денег развит слабо. Переход центрального банка к режиму таргетирования инфляции и к более гибкому обменному курсу, проталкиваемый Международным валютным фондом, пока обсуждается публично только на страницах академических изданий НБУ.

В реализации политики обменного курса НБУ пытается донести до общественности тезис о его стабильности, фиксируя официальный обменный курс на уровне 5.05 за доллар США начиная с апреля 2005 года, когда на руководство банка обрушился шквал критики за допущение усиления гривны с 5.3 до 5.05. На самом деле, в течение этого времени обменный курс на межбанковском валютном рынке удерживается Центральным банком в диапазоне 5–5.06/долл.

Рис. 4. Инфляция потребительских цен в Украине (г/г)

Примечание: на каждую отчетную дату взяты данные за последние 12 месяцев.

Источник: Государственный комитет статистики Украины

Рис. 5. Усредненная процентная ставка по банковским кредитам в гривне (% годовых)

Источник: Национальный банк Украины

Рис. 6. Динамика банковских кредитов в гривне

Источник: Национальный банк Украины

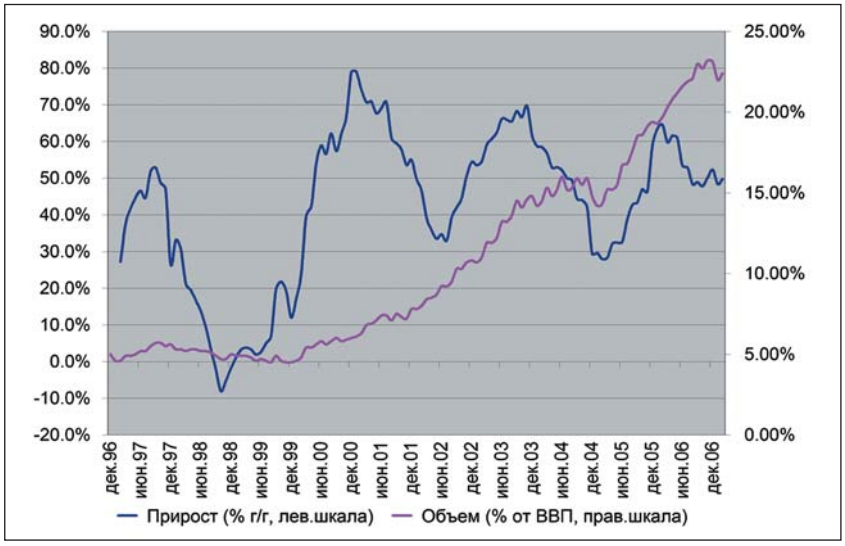


Рис. 7. Динамика обменного курса гривна/долл. США и интервенции НБУ

Источник: Национальный банк Украины

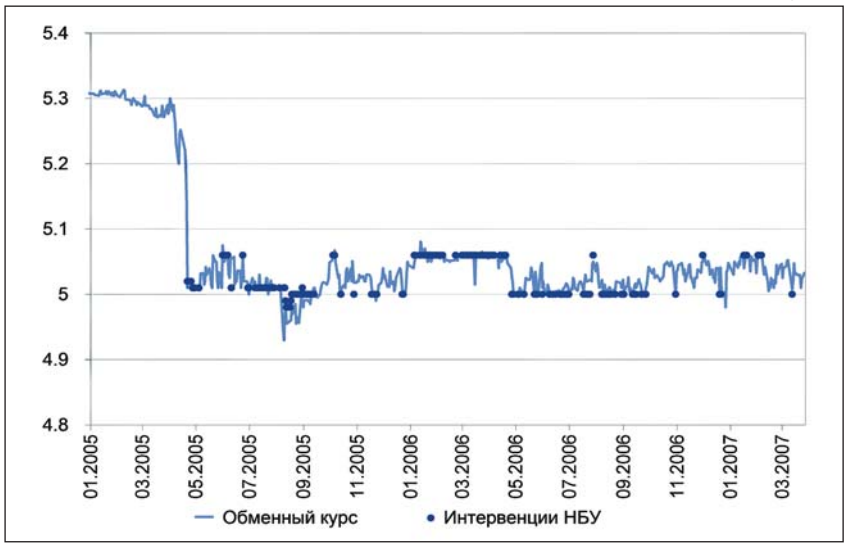


Рис. 8. Динамика валовых международных резервов НБУ

Источник: Национальный банк Украины

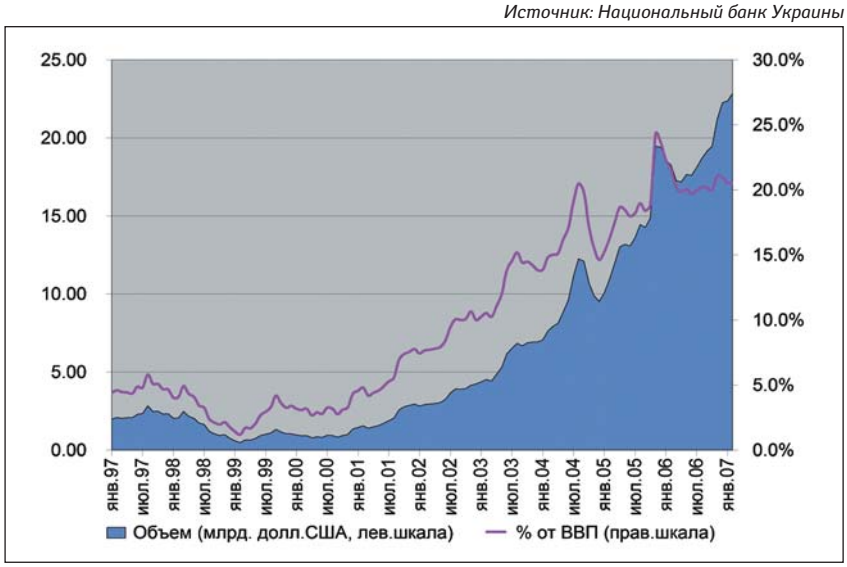
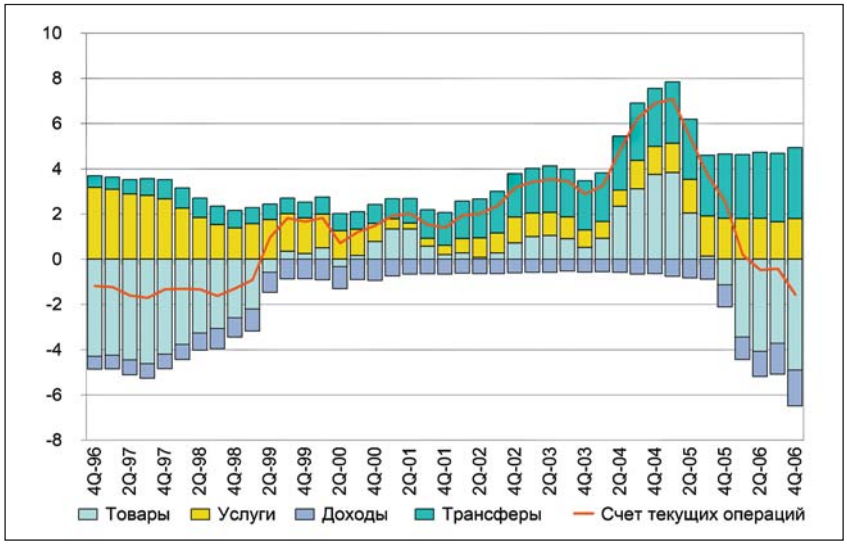


Рис. 9. Счет текущих операций платежного баланса и его составляющие (млрд долл. США)

Примечание: на каждую отчетную дату взяты данные за последние 12 месяцев.

Источник: Национальный банк Украины



США за счет интервенций. Несмотря на программные декларации по удержанию гривны в более широком диапазоне (5–5.2/долл. США в 2006 году и 4.95–5.25/долл. США в 2007 году), реальный коридор поддержки является намного более узким. Приток иностранной валюты в страну в виде торговых операций и инвестиций обеспечил прирост международных резервов НБУ, который, как оказалось, чаще выкупает иностранную валюту с рынка, нежели продает. По состоянию на 1 марта 2007 года резервы возросли до 22.8 млрд долл. США, что эквивалентно 20.5% от ВВП, и покрывают 6 месяцев импорта товаров. Такая динамика резервов позволит Центральному банку чувствовать себя все более уверенно и комфортно при реализации текущей политики обменного курса. Более того, убаюкивание общественности фактом стабильности обменного курса, на мой взгляд, связывает руки НБУ по дальнейшему переходу к плавающему обменному курсу. Впридачу украинские политики, включая тех, кого воспринимают как защитников экспортно-ориентированных товаропроизводителей, все чаще высказываются в пользу не только политической стабильности, но и стабильности номинального обменного курса. В 2007 году НБУ, вероятнее всего, сохранит узкий коридор валютного курса, хотя его частичное расширение выглядит неизбежным уже в 2008 году.

С точки зрения динамики платежного баланса украинская экономика испытывает позитивную динамику. Невзирая на появление впервые с конца 1998 года дефицита по счету текущих операций (в основном из-за роста цен на энергоресурсы, в первую очередь — на природный газ, а также за счет внутреннего спроса на импортные товары длительного пользования), приток прямых иностранных инвестиций существенно возрос в 2005 году за счет приватизационной продажи ОАО «Криворожсталь» компании Mittal Steel (за 4.8 млрд долл. США) и серии поглощений нескольких крупных украинских коммерческих банков европейскими банками. В 2006 году ПИИ составили 5.3 млрд долл. США, что меньше объема прямых инвестиций за предыдущий год (7.5 млрд долл. США). Однако если очистить эти цифры от приватизационных сделок, то прирост ПИИ в частный бизнес составил 96% в 2006 году. В 2007–2008 гг., как ожидается, украинская экономика сохранит свою привлекательность для ПИИ. В банковском секторе ряд круп-

ных поглощений должен состояться в течение этого года. Впридачу в других секторах экономики частный бизнес постепенно открывается для иностранного участия в бизнесе путем продажи пакетов акций стратегическим и портфельным инвесторам. В целом даже при дальнейшем увеличении дефицита по счету текущих операций (ожидается 3% от ВВП в 2007 г.) его покрытие притоком иностранных инвестиций (ПИИ ожидаются на уровне 4% от ВВП) будет иметь положительный эффект для местной валюты, которая должна торговаться ближе к значению 5 (нежели 5.06) за доллар США.

Подводя итоги краткого описания тенденций по ключевым макроэкономическим показателям, следует отметить, что украинская экономика характеризуется следующими показателями.

- Быстрый экономический рост — в среднем на 7.3% в год в течение 2000–2006 гг.
- Высокий реальный прирост инвестиций — в среднем на 8.0% в год в течение 2004–2006 гг.
- Высокий уровень занятости населения — безработица 6.2% на начало 2007 года.
- Низкий уровень долга в государственных финансах — 15% ВВП на начало 2007 года.
- Высокая привлекательность для ППИ — в 2006 году приток ППИ составил 5% от ВВП.

Хотя в экономике существует ряд отрицательных факторов (относительно высокая инфляция, зависимость от импорта энергоресурсов и их стоимости, высокая зависимость внешней торговли от экспорта металлопродукции), именно перечисленные выше макроэкономические показатели вместе с фактом успешного вступления страны в ВТО и началом переговоров с ЕС о свободной торговле при конструктивном развитии политической жизни дадут основания для международных рейтинговых агентств повысить суверенный рейтинг Украины на одну ступеньку уже в этом году с дальнейшим приближением рейтинга к порогу инвестиционного уровня.

РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ УКРАИНЫ

В данный момент на рынке ценных бумаг находится в обращении порядка 1.5 млрд долл. США государственных облигаций, 110 млн долл. США муниципальных облигаций и порядка 1.3 млрд долл. США корпоративных облигаций.

Рис. 10. Платежный баланс: счет текущих операций и прямые иностранные инвестиции (% от ВВП)

Примечание: на каждую отчетную дату взяты данные за последние 12 месяцев.

Источник: Национальный банк Украины

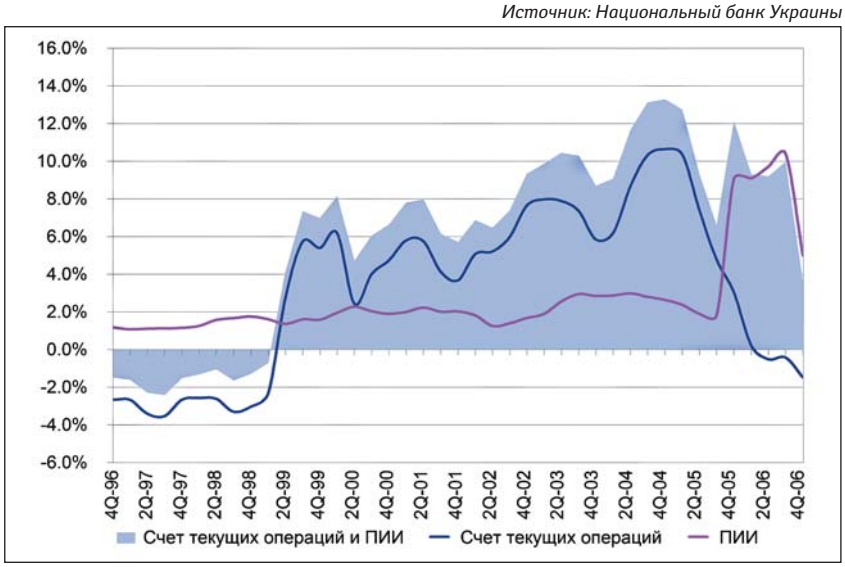


Рис. 11. Объем внутреннего рынка облигаций (% от ВВП)

Примечание: на каждую отчетную дату взяты данные за последние 12 месяцев.

Источник: ИНГ

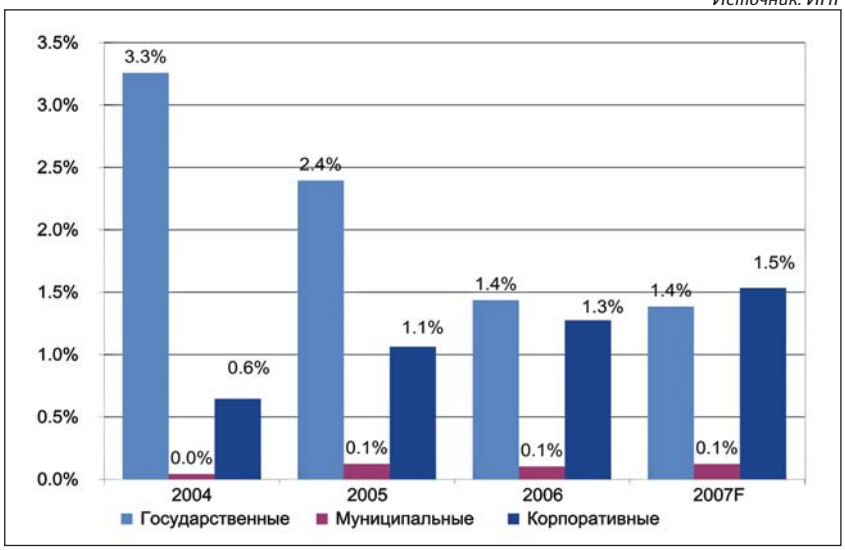


Рис. 12. Структура внутреннего рынка облигаций (по состоянию на 31.12.2006 г.)

Источник: ИНГ

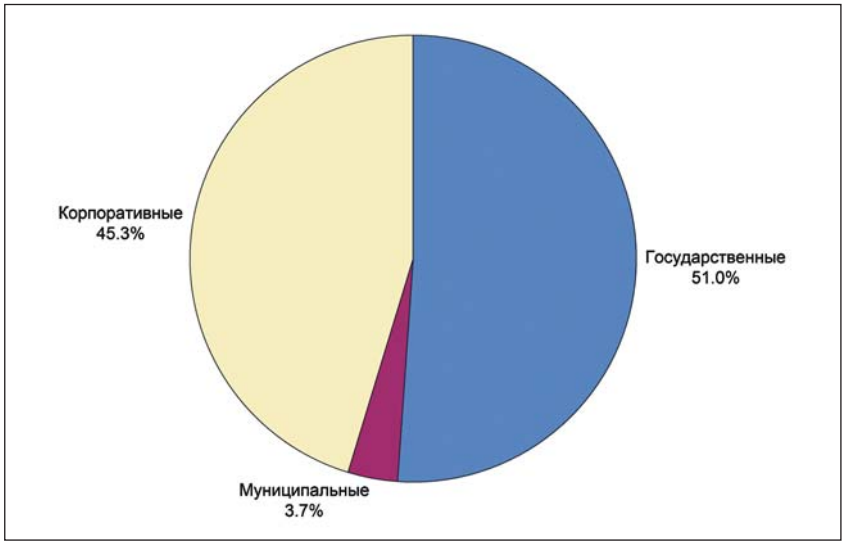
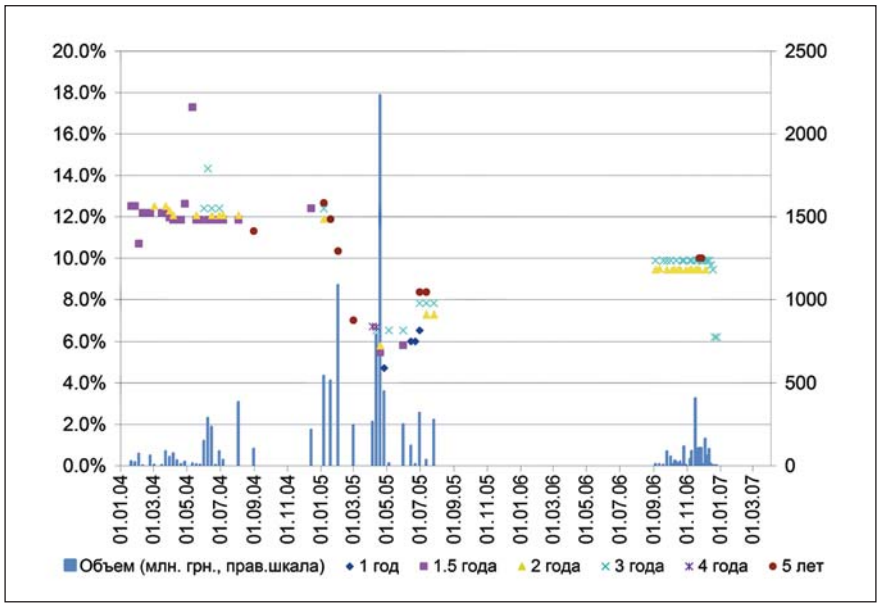


Рис. 13. История первичных размещений государственных облигаций 2004 — 1 кв. 2007 гг.: доходность первичного размещения облигаций в зависимости от срока их обращения и суммарный объем привлеченных средств

Источник: Министерство финансов Украины, ИНГ



Сравнение рейтинга и основных макроэкономических показателей Украины с аналогичными индикаторами России и Казахстана

	Усредненный показатель для стран с рейтингом BBB от S&P	Украина	Россия	Казахстан
Кредитный рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)		BB-/B1/BB-	BBB+/Baa2/BBB+	BBB/Baa2/BBB
ВВП на душу населения (долл. США)	6.940.0	2.281.6	6.865.0	5.074.0
Сбережения/ВВП (%)	23.0	21.1	20.3	32.3
Инвестиции/ВВП (%)	25.0	23.6	н/д	н/д
Реальный ВВП (%)	4.6	7.1	6.7	10.6
Реальный прирост инвестиций (%)	7.0	14.7	13.5	10.6
Безработица (%)	8.9	6.2	6.9	7.5
Инфляция (%)	4.8	11.6	9.0	8.3
Прирост кредитов частному сектору (%)	17.1	71.0	н/д	н/д
Совокупный гос. долг	33.5	15.0	8.8	6.9
Профицит (дефицит) гос. бюджета	-1.0	-0.7	7.5	0.6
Реальный прирост экспорта (%)	6.8	-3.1	н/д	н/д
Счет текущих операций (% от ВВП)	-2.0	-1.5	9.8	-1.3
Прямые иностранные инвестиции (% от ВВП)	3.9	5.0	1.2	7.7
Валовые международные резервы (% от ВВП)	н/д	21.0	30.2	23.8
Покрытие импорта (месяцы импорта товаров)	н/д	6.1	21.8	9.2

Источник: S&P, ИНГ

Политика заимствований Министерства финансов Украины (МФУ) подчеркнуто ориентирована на преимущественное заимствование на внешних рынках. Поэтому объем внутреннего рынка государственных облигаций постепенно снижается, и аналогичная тенденция, как ожидается, будет зафиксирована по результатам 2007 года. Другая картина на рынке корпоративного долга, где количество эмитентов и объемы их заимствований постепенно увеличиваются. Сегмент муниципальных бумаг хотя и является сравнительно небольшим по своему объему, но постепенно обретает популярность среди более широкого круга украинских городских властей как источник финансирования.

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Первичное предложение государственных облигаций на рынке носит ситуативный характер (рис. 13), которое формируется под давлением потребностей финансирования дефицита государственного бюджета и конъюнктуры внутреннего и международного рынка капиталов. В 2006 году почти двенадцатимесячный перерыв в проведении первичных аукционов по размещению облигаций был прерван в сентябре с последующей почти еженедельной регулярностью.

При этом первичные размещения новых облигаций проходили с дисконтом по доходности 25–30 б.п. по отношению ко вторичному рынку бумаг с соизмеримой дюрацией. Вкупе с более высокими ставками на другие инструменты и осторожным взглядом инвесторов-нерезидентов на риски, ассоциируемые с вложениями в гривневые активы, спрос на государственные облигации на первичном рынке был незначительным. Тем не менее, начиная с 2007 года доходность государственных бумаг начала снижаться на фоне более интенсивного спроса на гривневые инструменты со стороны инвесторов — например, доходность наиболее ликвидной государственной облигации с погашением в декабре 2009 года снизилась с 10% в конце 2006 года до 8.5% по состоянию на 28 марта 2007 года (рис. 15).

На 2007 год МФУ все еще не огласило детальную программу заимствований на внутреннем рынке. Закон о бюджете на текущий год предус-

матривает объем заимствований на внутреннем рынке в сумме 3.8 млрд грн., что в долларовом эквиваленте составляет 0.8 млрд долл. США. При этом МФУ заявил, что сделает попытку удлинить сроки обращения выпускаемых бумаг с текущих 2–5 лет (рис. 17) до 7 и 10 лет.

МУНИЦИПАЛИТЕТЫ

В муниципальном секторе наиболее ликвидными бумагами являются облигации двух крупнейших городов страны — Киева и Харькова, которые подлежат погашению в ноябре 2008 года и в июне 2008 года соответственно. При этом премия над суверенной кривой доходности по данным облигациям соответственно составляет 20 и 200 базисных пунктов. Все прочие муниципальные облигации котируются с более широкой премий 250–400 базисных пунктов над суверенной кривой доходности.

КОРПОРАТИВНЫЙ СЕКТОР

Данный сегмент рынка представлен облигациями эмитентов с различным кредитным качеством. Украинские коммерческие банки в условиях запрета на привлечение денежных средств на гривневые депозиты от нерезидентов, действующего с 2005 года, перешли к использованию облигаций как инструмента заимствований с финансового рынка (включая и нерезидентов-инвесторов).

Таким образом, на сегодняшний день финансовый сектор является крупнейшим заемщиком в данном сегменте рынка облигаций. Именно облигации банков из первой десятки (АКБ «Райффайзен Банк Аваль», АКБ «Укрсоцбанк», АКИБ «УкрСиббанк») и банков, специализирующихся на потребительском кредитовании (КБ «Дельта», КБ «Правекс-Банк», ЗАО «Альфа-Банк»), были наиболее весомыми с точки зрения объемов выпуска (от 10 до 100 млн долларов США). В 1 кв. 2007 года первичное размещение облигаций крупнейших банков показало сужение спредов над суверенной кривой доходности на фоне активизации инвестиционного интереса к украинским ценным бумагам и отсутствия новых предложений государственных облигаций. На данный момент премии в корпоративном сегменте составляют порядка 100–150 базисных пунктов для крупных коммерческих

Рис. 14. Объем государственных облигаций в обращении

Источник: Министерство финансов Украины, Государственный комитет статистики Украины, ИНГ

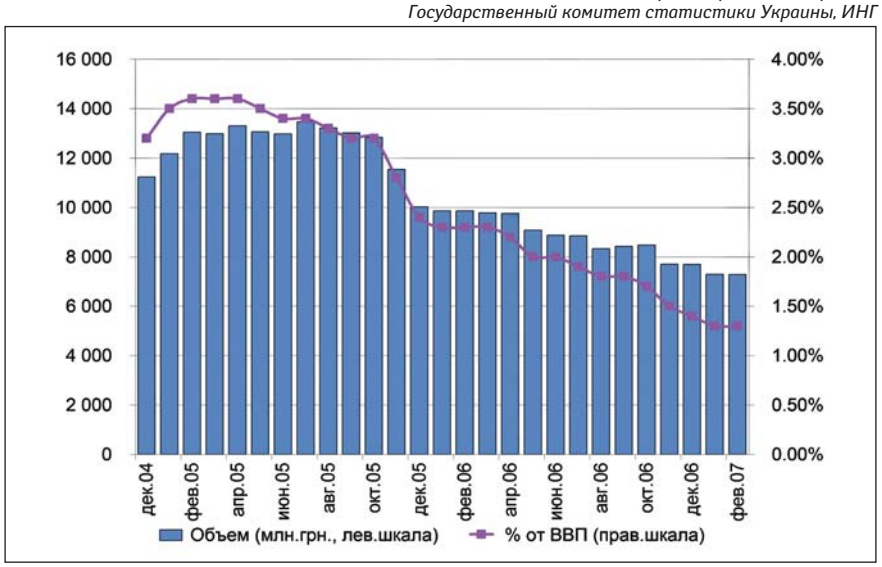


Рис. 15. Доходность и объем торгов с наиболее ликвидной государственной облигацией (погашение в декабре 2009 г.)

Источник: Министерство финансов Украины, Государственный комитет статистики Украины, ИНГ

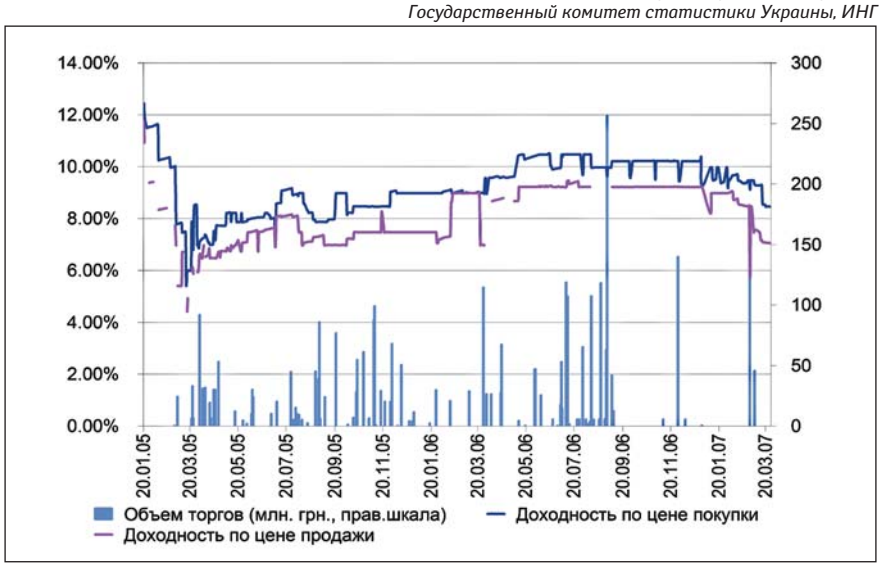


Рис. 16. Структура государственных облигаций по срокам обращения (данные на 28.02.2007 г.)

Источник: Министерство финансов Украины

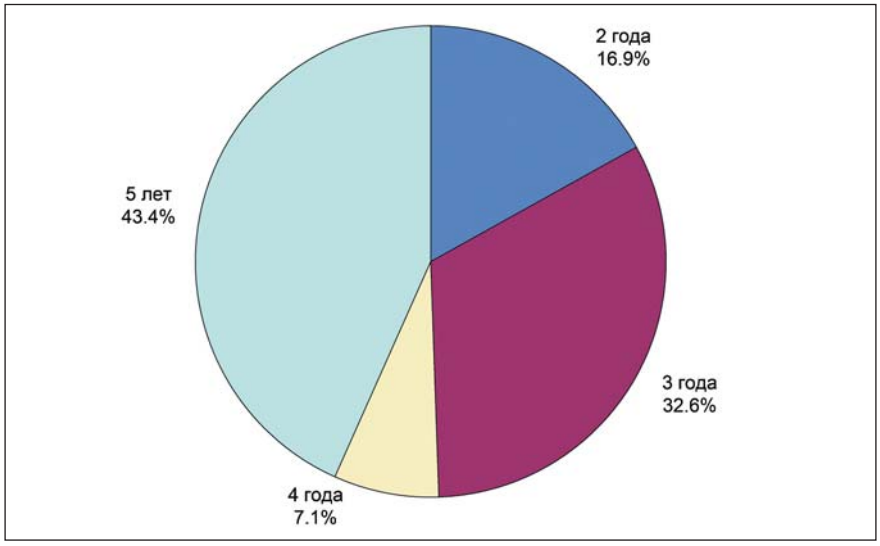


Рис. 17. Структура держателей государственных облигаций (данные на 28.03.2007 г.)

Источник: Министерство финансов Украины

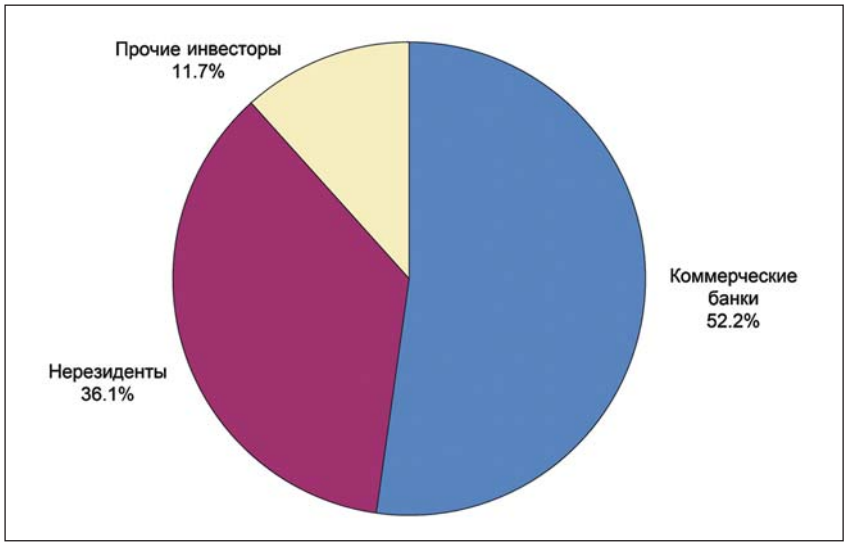


Рис. 18. Облигация Киева (S&P: B+; Moody's: B1) доходности и объем торгов (млн грн.)

Источник: ПФТС, ИНГ

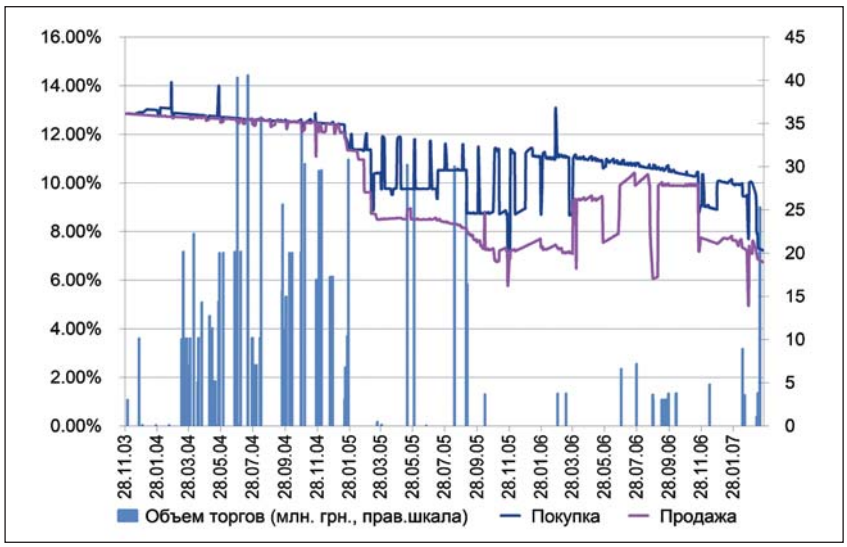
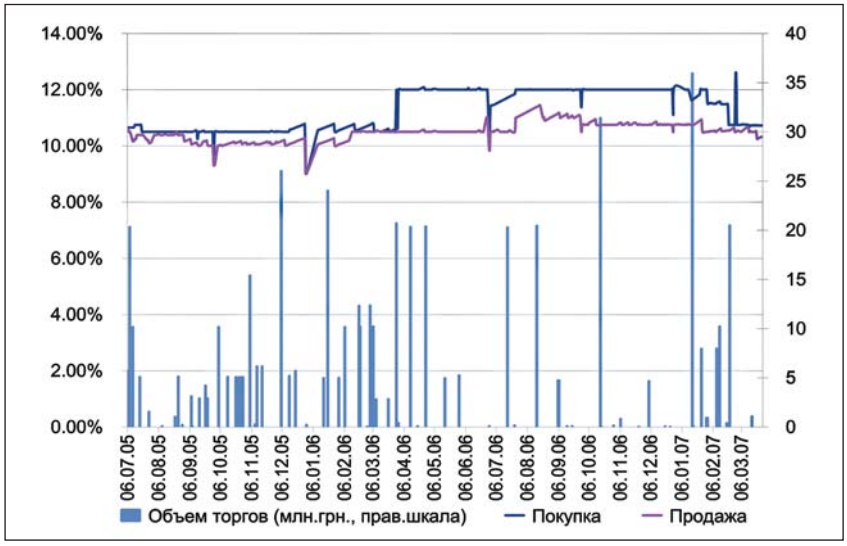


Рис. 19. Облигация Харькова (Fitch: B+; Moody's: B1) доходности и объем торгов (млн грн.)

Источник: ПФТС, ИНГ



банков с иностранным капиталом (пример: облигации АКИБ «УкрСиббанк», ЗАО «ПроКредитБанк»). Заемщики нефинансового сектора размещаются и торгуются с премией 400–500 базисных пунктов и выше в зависимости от кредитного качества заемщика.

ВЫВОДЫ

Несмотря на то что украинский рынок облигаций является достаточно небольшим по объему (его емкость порядка 3 млрд долларов, 2.8% ВВП), он представляет интерес для инвесторов в силу следующих факторов.

- Экономика страны испытывает быстрый рост, при этом по ряду макроэкономических показателей Украина не уступает странам с более высоким кредитным рейтингом. Хотя собственный суверенный кредитный рейтинг еще должен пройти две ступени до инвестиционного порога, текущая макроэкономическая динамика вселяет уверенность в улучшении кредитного рейтинга страны на одну ступень уже в текущем году при условии умеренных политических рисков.
- В силу ряда особенностей украинская экономика функционирует в среде с относительно высокими процентными ставками (например, средняя ставка по банковским кредитам в национальной валюте составляет порядка 15% годовых).
- Валютные риски, ассоциируе-мые с инвестированием в инструменты, номинированные в гривне, на мой взгляд, низкие. Приток прямых иностранных инвестиций (5% ВВП в 2006 году) в сочетании с притоком долгосрочных портфельных инвестиций из-за рубежа покрывают дефицит счета текущих операций (1.5% ВВП в 2006 году). Открытость экономики к иностранному капиталу способствует позитивным тенденциям в платежном балансе. Кроме того, возросшие до рекордного уровня международные резервы НБУ являются достаточно существенными для защиты местной валюты от быстрого увеличения спроса на иностранную валюту. В целом обменный курс ожидается стабильным в 2007 году в рамках узкого коридора 5–5.06 за долл. США.
- Первичный и вторичный рынок облигаций, представленные всеми основными сегментами (государственный, корпоративный и муниципальный), позволяют инвесторам сформировать относительно диверсифицированный портфель облигаций с украинским «смаком».

Рис. 20. Котировки муниципальных облигаций по отношению к котировкам по государственным облигациям (по состоянию на 22.03.2007 г.)

Источник: ПФТС, ИНГ

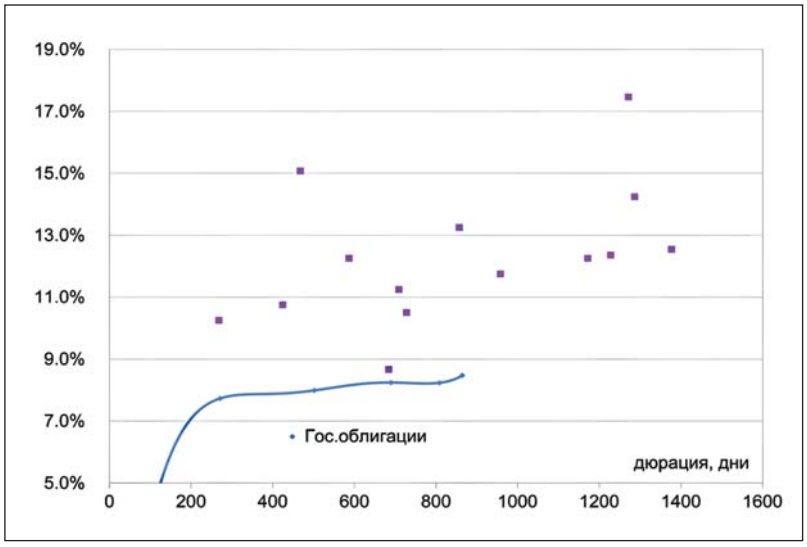


Рис. 21. Отраслевая структура корпоративных облигаций в обращении

Источник: ИНГ

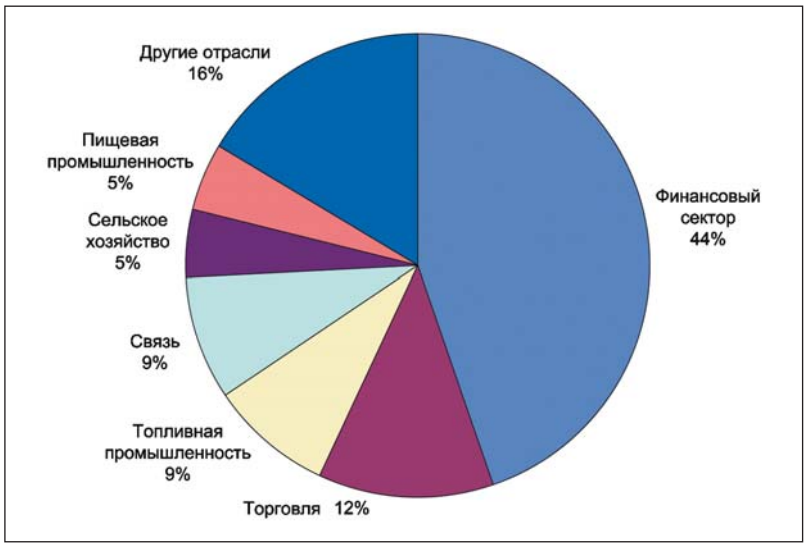
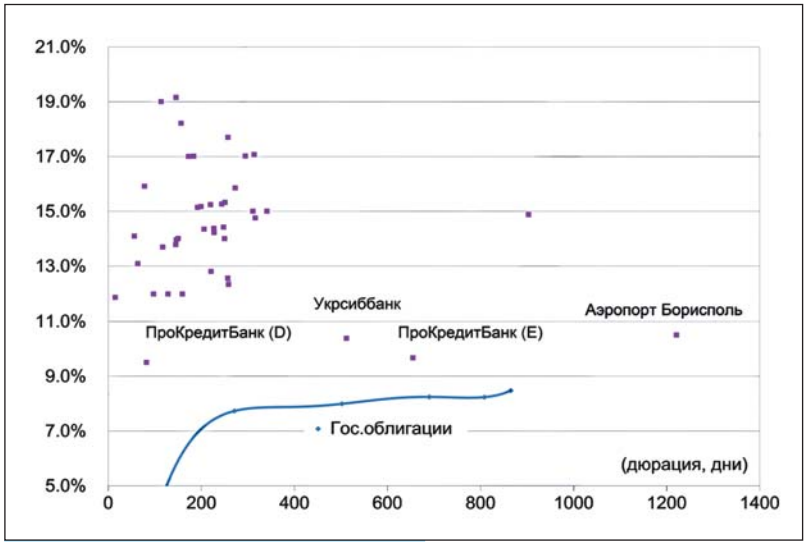


Рис. 22. Котировки корпоративных облигаций по отношению к котировкам по государственным облигациям (по состоянию на 22.03.2007 г.)

Примечание: облигации с объемом в обращении более 25 млн грн. (5 млн долл. США).

Источник: ПФТС, ИНГ



Мнение

Глеб Шестаков,
Managing Director, Global Fund Management

Ваш взгляд на уровень процентных ставок и прогноз динамики рынка облигаций Украины в 2007 году?

Ставки будут падать под напором растущего спроса со стороны нерезидентов, вызванного относительной политической стабильностью и улучшающимися макропоказателями.

Ваш взгляд на динамику курса гривны? Есть ли риск ее девальвации?

Ситуация с валютой значительно улучшилась по сравнению с 2004 г. Резервы находятся на уровне $19.4 млрд и покрывают 5.4 месяца импорта (в 2004 г. резервы покрывали 3.8 месяца). Повышение цен на энергоносители имело ограниченное влияние на резервы — замедлился их рост. В любом случае, валюту поддержит серьезный приток спекулятивного капитала. В некоторой степени ситуация напоминает 2004 год. Центральный банк в последние месяцы, несмотря на объявление коридора обменного курса, продолжает свято защищать рубеж 5.05. Фактически привязка гривны к доллару делает ее привлекательной на фоне рубля, где увеличение доли евро в корзине ведет к увеличению волатильности.

Какие классы активов на украинском рынке fixed income наиболее интересны?

Государственные бумаги были очень привлекательны по ставке 9.5–10% в конце 2006 г. К моменту выхода этой публикации в свет, боюсь, государственные бумаги будут малоинтересны. Остаются крупные муниципалитеты и банки первой тридцатки, может быть, продуктовая розница.

Если сравнивать рынок облигаций Украины с российским, то какой, на ваш взгляд, интереснее с точки зрения соотношения риск/доходность?

Сейчас в моменте интереснее Украина. Например, размещения «ПРАВЭКСа» (13.5%) и Донгорбанка (13.75%) дают нам ориентир в эффективной доходности около 13% (после вычета грабительского налога на конвертацию). Сопоставимые по риску банки размещаются в России под 11%. На мой взгляд, 200 пунктов — достаточная премия за украинский риск.

Насколько велик политический риск в Украине? В достаточной ли степени это отражено в уровне процентных ставок?

Несмотря на периодически возникающие скандалы, коалиция показала себя жизнеспособной и, скорее всего, переживет 2007 год.

Что мешает росту иностранных инвестиций в украинские долговые инструменты?

В 2006 г. росту иностранных инвестиций мешала разгоревшаяся борьба за власть, а в 2007 г. будут мешать крайне малые объемы предложений и отсутствие эмитентов с кредитным качеством, поддающимся анализу.

Мнение

Анастасия Головач,

аналитик рынка долговых обязательств,
«Ренессанс Капитал Украина»

Ваш взгляд на уровень процентных ставок и прогноз динамики рынка облигаций Украины в 2007 году?

В сфере первичного размещения облигаций украинскими компаниями в 2007 г. мы ожидаем роста популярности внешних заимствований. При этом наиболее активными заемщиками по-прежнему будут представители финансового сектора. И несмотря на то что на внешнем рынке уже относительно много бумаг украинских банков, спрос на них на протяжении текущего года может сохраниться за счет активизации процессов M&A в отрасли. При этом в среднесрочной перспективе существенное изменение текущего уровня цен внешних заимствований маловероятно.

На внутреннем рынке, напротив, мы ожидаем снижения процентных ставок. Основными факторами этого могут стать: рост ликвидности банковской системы (как результат активных внешних заимствований); стабильность гривны в среднесрочной перспективе (вследствие возможного ограничения валютного кредитования спрос на гривну со стороны украинских банков будет поддерживать ее курс относительно доллара); недостаточное первичное предложение гривневых облигаций в первом квартале 2007 года.

На наш взгляд, нынешний дисбаланс на рынке не продлится долго, и во втором полугодии вероятен существенный рост первичного предложения со стороны как представителей корпоративного сектора, так и Министерства финансов. Позитивное влияние на уровень процентных ставок облигаций украинских заемщиков как на внешнем, так и на внутреннем рынке может оказать повышение рейтинга страны агентством Moody's, которое, по нашим оценкам, может произойти в середине года.

Что мешает росту иностранных инвестиций в украинские долговые инструменты?

С одной стороны, сдерживающее воздействие на рост иностранных инвестиций в украинские долговые инструменты оказывают административные факторы: сбор в 1% в Пенсионный фонд, который взимается за безналичные операции по купле/продаже валюты; сложная процедура организации инвестирования и репатриации полученных доходов; практически «ручное регулирование» валютного курса со стороны НБУ.

Кроме того, из-за отсутствия клиринговых возможностей у украинской биржи и невозможности организации вторичного рынка до завершения первичного размещения облигаций ликвидность украинского рынка долговых инструментов остается низкой.

С другой стороны, притоку иностранных денег мешает относительно низкое качество украинских. При этом, несмотря на низкую ликвидность рынка и административные сложности, украинские эмитенты с относительно высоким кредитным качеством и информационной прозрачностью успешно разместились как на внешнем, так и на внутреннем рынке, где были куплены в том числе и иностранными инвесторами. Среди таких компаний можно отметить «Мироновский хлебопродукт», Индустриальный союз Донбасса, «Конти», Луцкий автомобильный завод.

Если сравнивать рынок облигаций Украины с российским, то какой рынок, на ваш взгляд, интереснее с точки зрения соотношения риск/доходность?

С высокой степенью обобщения, украинские эмитенты облигаций сопоставимы с российскими заемщиками третьего эшелона. Сходствами является недостаточная информационная прозрачность, отсутствие аудированной отчетности по международным стандартам и международных кредитных рейтингов. Кроме того, российские облигации третьего эшелона имеют такую же невысокую ликвидность, как и украинский рынок в целом. Но следует отметить, что операции на российском рынке облигаций осуществляются через платформу ММВБ, которая позволяет поддерживать ликвидность рынка за счет обеспечения клиринга.

При этом купонные ставки, предлагаемые по украинским облигациям, в среднем на 200–400 базисных пунктов выше, чем по российским эмитентам третьего эшелона, поэтому для инвесторов, которые, как и мы, нейтрально оценивают среднесрочные перспективы гривны, рынок облигаций Украины может представлять больший интерес. Однако с усилением тенденции укрепления рубля это может продлиться недолго.

Мнение

Антон Мамаев,

член совета директоров, управляющий директор, RAF Group (с июня 2006 по январь 2007 — директор департамента долговых рынков «Тройка Диалог Украина»)

Пугают ли инвесторов политические риски в Украине?

Я думаю, что политическая неопределенность в Украине — скорее кажущаяся, чем реальная. Все те политические силы, которые мы видим — Ющенко, Янукович, Юлия Тимошенко — это скорее декорации. За ними стоят конкретные финансово-промышленные группы. До событий 3 апреля, когда была распущена Верховная Рада, было очевидно, что реальная власть в руках донецкого капитала, который держит все это под контролем и думает, «на кого из политических лидеров поставить». Сейчас появилась некоторая неопределенность, но я не думаю, что что-то реально изменится.

А инвесторы это понимают?

Нет, как раз большинство инвесторов этого не понимает. Они смотрят на политическую ситуацию, на высказывания Ющенко, Януковича, Тимошенко, и им кажется, что в стране нестабильность. А на самом деле я глубоко убежден, что все намного стабильнее, чем кажется стороннему наблюдателю, черпающему информацию о ситуации в Украине из средств массовой информации.

Каков ваш взгляд на гривну, прогноз валютного курса на этот год?

С гривной все должно быть хорошо. Валюта очень «замкнутая», и, скорее всего курс будет находиться на нынешнем уровне. Если и будет девальвация, то в пределах 1%, т. е. курс останется в диапазоне 5.05–5.10 гривны за доллар.

Почему российских денег на украинский рынок бондов приходит достаточно мало?

Во первых, из-за низкой ликвидности рынка. А во вторых, дело в простом незнании возможностей на украинском рынке. За последние годы российский рынок бурно развивался, у российских инвесторов просто не было времени смотреть еще куда-то. Активно никто изучением украинского рынка не занимается — люди ездят на конференции Cbonds, к чему-то присматриваются, но дальше этого дело не идет.

Лично я как человек, который жил в Киеве, могу сказать, что надо покупать украинские облигации. Такие доходности по хорошим эмитентам сложно найти. На украинском рынке считается нормой размещать годовые облигации отличных корпоративных эмитентов с эффективной ставкой до 14% годовых.

Процентные ставки будут снижаться или пока останутся на текущих уровнях?

Будут снижаться. Спрос растет. Приходят новые деньги, в том числе и из России. В Украину пришла «Тройка Диалог», за ней идут другие российские компании, например, мы. Когда инвестор приходит на украинский рынок, ему просто ничего не купить — приходится повышать котировки. К концу года средняя ставка по эмитентам хорошего кредитного качества будет порядка 11–12%, т. е. примерно на 200 пунктов ниже, чем сейчас. Так что если удастся, надо покупать.