Марьян ЗАБЛОЦКИЙ,
начальник отдела экономических исследований,
Эрсте Банк (Украина)

На фоне стабилизации ситуации на мировых финансовых рынках банки по всему миру начали активно скупать ОВГЗ. Причиной послужила вовсе не высокая доходность инструментов: риски суверенных долгов в большинстве стран увеличились, но у фининститутов, столкнувшихся в условиях избытка ликвидности с отсутствием должного спроса на кредиты со стороны корпоративного сектора, часто просто не было другого выбора. Параллельное падение инфляции помогло дальнейшему росту цены на ОВГЗ. Еще осенью 2009 года никто даже не думал покупать украинские ОВГЗ дешевле 20%. Сейчас за короткие сроки просят от 5% до 8%. В Турции доходности по ОВГЗ уже несколько месяцев находятся на уровне ниже 10% впервые за всю историю. Но похоже, что длительное падение доходностей для некоторых стран подходит к концу, и скоро мы увидим обратный тренд. Для высокой прибыли уже нужны более рисковые комбинации с ОВГЗ.

Продаем турецкое, покупаем украинское!

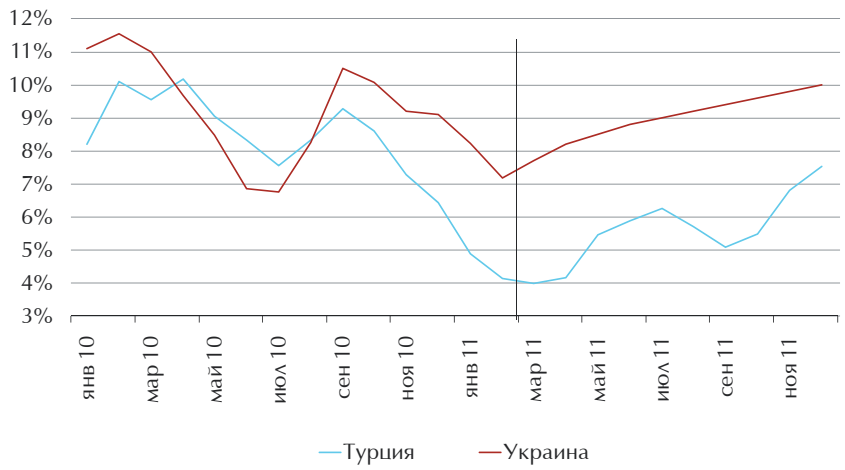
В ближайшие месяцы украинские ОВГЗ могут оказаться в более выгодном положении, чем турецкие. Аналитики Erste Securities Istanbul уверены, что в связи с растущей инфляцией и ликвидностью банковской системы ЦБТ будет повышать учетные ставки. В то же время, в Украине Центробанк продолжает делать все для того, чтобы стимулировать банки к кредитованию.

У ЦБТ на данный момент целевой показатель инфляции до конца года составляет 5.5%. В конце марта инфляция в Турции составила 4%, но увеличение цен на нефть и продовольствие заставит инфляцию подняться до 7.5%. Рост инфляции ожидается с июня, и Центробанк Турции, вероятнее всего, будет вынужден пересмотреть свою процентную политику. Экономика Турции сейчас находится на подъеме, уже давно преодолела кризис и, безусловно, не является главной заботой ЦБТ. Для сравнения, в Украине у НБУ пока нет целевого показателя инфляции как такового. Нет даже функционирующих классических инструментов денежной политики. Процентные ставки на рынке задаются ставками по депозитным сертификатам НБУ, которые на протяжении длительного времени держатся в районе 3%, в то время как официальная учетная ставка находится на уровне 7.75%. Инфляция в Украине начала расти с марта и сейчас составляет 7.7%. Правительство

Рисунок 1
Доходности по ОВГЗ

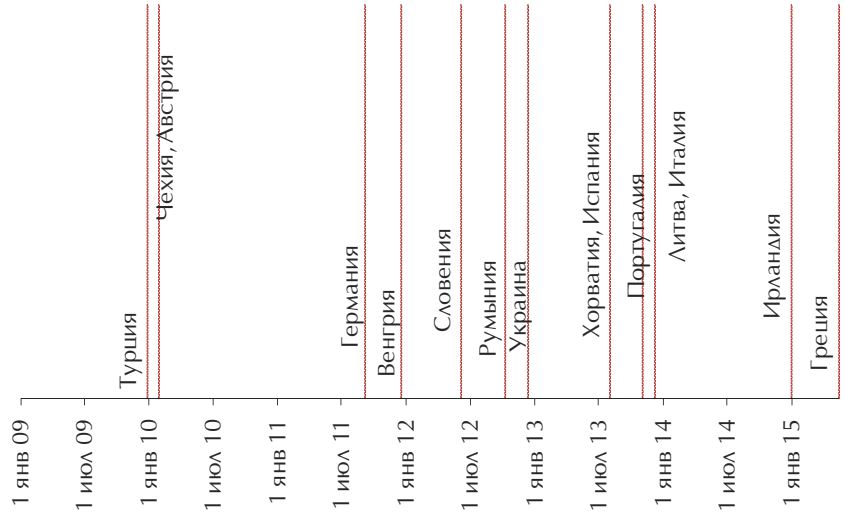
Источники: Эрсте Банк (Украина), Bloomberg

Рисунок 2. **Прогноз инфляции**



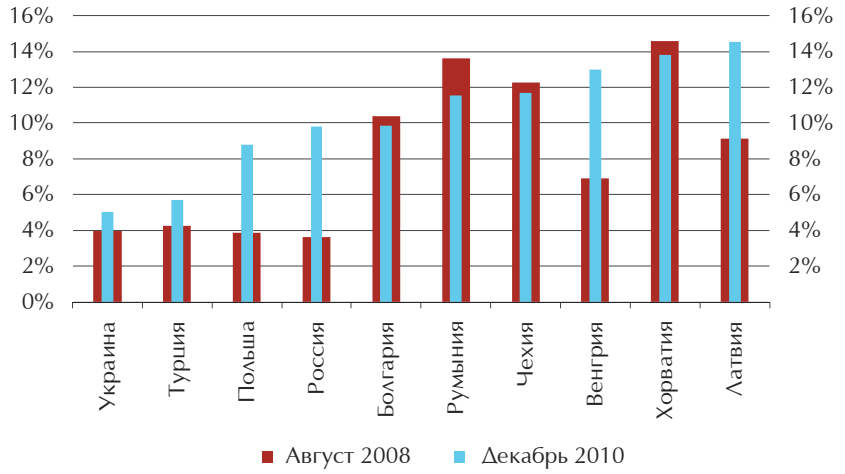
Источники: Эрсте Банк (Украина), Bloomberg

Рисунок 3. **Возврат к уровню реального ВВП на конец 2007 г. (согласно прогнозам МВФ)**



Источник: расчеты Эрсте Банка (Украина)

Рисунок 4. **Ликвидность банков, % от ВВП**



Источник: расчеты Эрсте Банка (Украина)

уже урезало ставки акцизов на бензин, но НБУ не сделал никаких шагов к повышению ставок или связыванию ликвидности. В то время как Турция уже достигла докризисного уровня реального ВВП, Украине еще придется ждать начала 2012 года, чтобы вернуться к прежнему достатку. Кроме того, украинские банки сейчас имеют достаточно большие запасы ликвидности как в иностранной, так и в национальной валюте. Ограничение гривневой ликвидности будет также означать стимулирование валютного кредитования экономики. А НБУ уже длительное время подталкивает украинские банки к более активному кредитованию именно в гривне.

Итак, в данный момент и в турецкой, и в украинской банковской системе имеется гораздо больше свободных средств, чем до кризиса. Но уже с июня ЦБТ может начать «связывать» ликвидность банков параллельно с увеличением процентных ставок. Наряду с этим летний период в Украине традиционно характеризуется ростом ликвидности банков и низкими процентными ставками. Это объясняется тем, что летом спрос на иностранную валюту, особенно со стороны населения, существенно ниже.

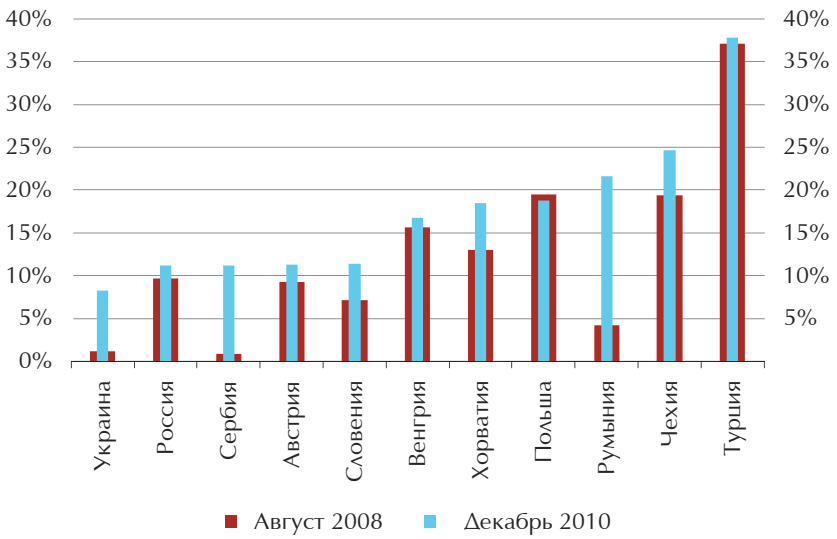
По объемам ликвидности относительно ВВП украинская и турецкая банковские системы довольно похожи. Объемы внутреннего госдолга по отношению к ВВП у стран практически одинаковые. В то же время, банки Турции и Украины представляют собой две крайности с точки зрения объема общего портфеля ОВГЗ в Восточной Европе. Турецкие банки гордо лидируют по объему портфеля ОВГЗ в общих активах, а украинские занимают последнее место по этому показателю среди восточноевропейских стран. Очевидно, украинские банки имеют еще огромный потенциал для наращивания портфеля госбумаг.

Курсовая динамика также на стороне украинской валюты. Турецкая лира, скорее всего, будет девальвировать по отношению к доллару США (соответственно, и к гривне тоже). Растущая инфляция и краткосрочные оттоки инвестиций после роста процентных ставок приведут к девальвации турецкой лиры. Она представляет собой еще далеко не свободно плавающую валюту, но имеет значительно большую волатильность по сравнению с гривной. НБУ продолжает креп-

ко держать гривну к доллару США и благодаря МВФ имеет значительный запас валютных резервов для поддержания гривны. Речь идет именно о поддержании курса гривны со стороны НБУ. С третьего квартала 2010 НБУ пришлось продать более $2 млрд из резервов для поддержания курса гривны. Валютные резервы вопреки распродажам выросли, благодаря кредиту МВФ и подорожанию курса евро, который составляет более трети резервов Центробанка. Стоит также отметить, что за аналогичный период население скупило более $10 млрд наличной иностранной валюты в панике перед растущей инфляцией и изменениями налогового кодекса. Если бы не высокий спрос со стороны населения, НБУ выкупил бы $8 млрд за последние восемь месяцев, а не распродавал свои резервы. С фундаментальной точки зрения гривне ничего не угрожает и она могла бы дорожать, если бы не спрос со стороны населения. Пока что растущая инфляция из-за повышения цен на нефть будет и в дальнейшем стимулировать спрос на инвалюту, значит гривна останется на своих текущих уровнях.

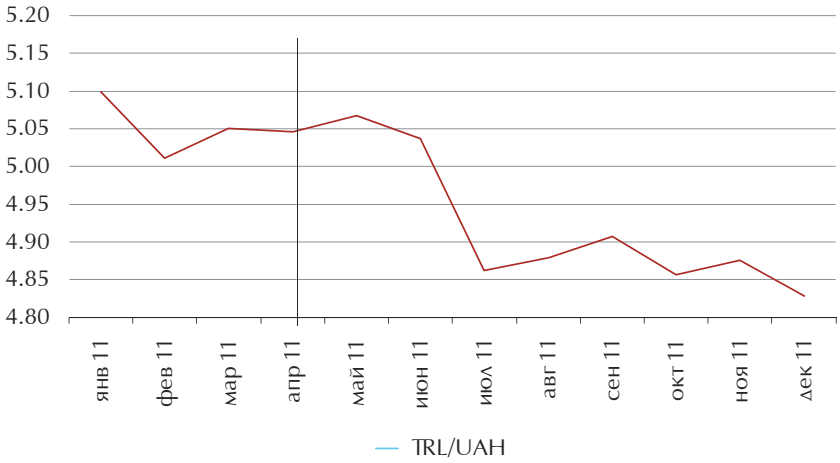
Мы ожидаем, что до конца года турецкая лира упадет по отношению к гривне на 4%. Доходности украинских двухлетних ОВГЗ имеют потенциал для падения еще на 1%. В свою очередь, доходность аналогичных турецких ОВГЗ, вероятно, снизится на 2% до конца года. Важно заметить, что в этой торговой идее нужно концентрироваться на «длинных» ОВГЗ. Длинная часть кривой по украинским ОВГЗ сохранилась относительно дорогой только из-за системы кредитных лимитов банков, которая меняется очень медленно. У значительной части банков есть лимиты на ОВГЗ до одного года. Далее начинается существенный разрыв в доходностях. Но сейчас многие банки получают дополнительные лимиты, так как «короткие» ОВГЗ из-за низких доходностей могут в лучшем случае только минимизировать убытки банков. Кроме того, доходность по длинным бумагам будет мало восприимчива к изменению процентных ставок со стороны НБУ, даже если он все-таки решится на их увеличение. НБУ максимально использует только трехмесячные инструменты денежного рынка, которые незначительно влияют на доходности по длинным срокам. ©

Рисунок 5. ОВГЗ в портфелях банков, % от всех кредитов и облигаций



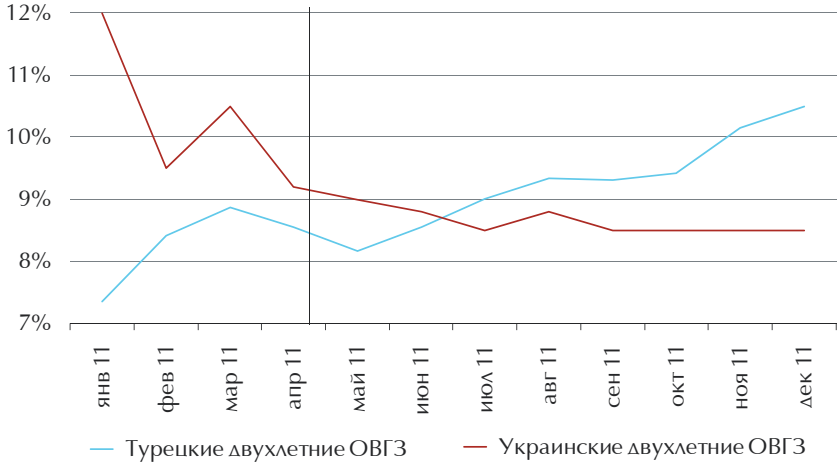
Источник: расчеты Эрсте Банка (Украина)

Рисунок 6. Прогноз курса валют, TRL/UAH



Источники: расчеты Эрсте Банка (Украина), Erste Securities Istanbul

Рисунок 7. Прогноз доходностей по ОВГЗ



Источники: расчеты Эрсте Банка (Украина), Erste Securities Istanbul