Вячеслав Харченко,
генеральный директор ООО «Cbonds Украина»

Экономика затмила политические распри

В мае 2007 года, как, впрочем, и месяцем ранее, политика не смогла оказать существенного влияния на облигационный рынок — и вряд ли ей удастся сделать это в июне. Одним из нивелирующих факторов политического кризиса стал рост экономики Украины. По оценке экспертов, прогноз роста по итогам года сохраняется на уровне 6.5% на фоне высокого внутреннего и внешнего спроса. Реальный ВВП Украины в 2006 году вырос на 7.1%, при инфляции 11.6%. Правительство прогнозирует замедление темпов роста ВВП в 2007 году до 6.5% и снижение инфляции до 7.5–8%.

Реальный ВВП Украины в апреле 2007 года вырос на 7.6% по отношению к аналогичному периоду прошлого года, что выше показателя марта, составившего 7%. Инфляция в Украине в апреле 2007 года снизилась до нуля по сравнению с 0.2% в марте, 0.6% в феврале и 0.5% в январе. В целом, по информации Госкомстата, в январе-апреле 2007 года инфляция составила 1.3%, тогда как за аналогичный период прошлого года — 2.3%. То есть пока что экономика настраивает инвесторов на позитивный лад, несмотря на уже порядком приевшиеся политические склоки.

Правление Национального банка Украины 17 мая 2007 года постановлением № 184 приняло решение о снижении учетной ставки с 1 июня с 8.5% до 8% годовых. Такое решение правление НБУ приняло по итогам анализа динамики макроэкономических и монетарных параметров в январе-апреле нынешнего года, уровня процентных ставок на межбанковском кредитном рынке, стоимости привлеченных и размещенных банками средств, а также в связи с ослаблением инфляционных процессов. Напомним, что Нацбанк сохранял учетную ставку на уровне 7% с декабря 2002 года, в июне 2004 г. повысил ее на 0.5 процентных пункта до 7.5%, в октябре 2004 г. — на 0.5 процентных пункта до 8%, в ноябре 2004 г. — на 1 пункт до 9%, в августе 2005 г. — на 0.5 процентных пункта до 9.5%. В июне 2006 г. Нацбанк снизил ставку до 8.5%.

ИЗБЫТОК ЛИКВИДНОСТИ

По-прежнему одним из ключевых факторов, поддерживающих в мае-июне высокий спрос на облигационном рынке, является высокая избыточная ликвидность банковской системы. НБУ оценивает избыточную монетарную ликвидность банков в более чем 12 млрд грн. Средний уровень избыточной монетарной ликвидности с начала нынешнего года составляет около 10 млрд грн. Столь большие объемы свободных денег у банков обусловлены активными заимствованиями денежных ресурсов на внешних рынках с начала этого года. По экспертным оценкам, сумма привлеченных банками средств за счет выпуска еврооблигаций с начала 2007 года составляет 1.8 млрд долларов, а сумма привлеченных украинскими банками синдицированных кредитов, по данным Standart Bank Plc, составляла на конец апреля 2007 года около 1.7 млрд долларов.

Еще одним фактором, который поддерживает спрос на облигации украинских корпораций, является недостаточное количество рыночных выпусков. Спрос на облигации может увеличиться, если инвесторы прислушаются к экспертам фондового рынка, которые советуют на лето перевести свои вложения из акций в облигации корпораций. В принципе, эта рекомендация достаточно справедлива на фоне возможной коррекции и традиционного «мертвого» сезона на рынке акций летом.

Фактором, который способен «встряхнуть» рынок, может стать выход правительства на внутренний рынок. Для выпуска ОВГЗ сейчас, может, и не самое подходящее время, однако ввиду избыточной ликвидности банков, дефицита корпоративных бондов и вроде как успокоившейся политической ситуации можно предположить, что в июне выпуск госбумаг пройдет на «ура». Рынку нужны новые бумаги, Минфину — выполнение бюджета (годовой план для внутреннего рынка — 3.8 млрд грн.), так что при относительной стабилизации политической ситуации можно ожидать пробных займов от Минфина.

После апрельского изменения прогноза от S&P в мае международное рейтинговое агентство Moody's пересмотрело рейтинги 22 банков Украины в рамках пересмотра методологии анализа совместного дефолта (JDA) и присвоения рейтингов финансовой устойчивости банков (BFSR). Как сообщается в пресс-релизе агентства, согласно пересмотренной методологии снижен уровень учета внешней поддержки, включенной в рейтинги долговых обязательств и депозитные рейтинги, чтобы увеличить вес действительной финансовой устойчивости банков. В данном случае имел место простой пересмотр рейтингов в рамках пересмотра методологии, поэтому искать здесь политическую подоплеку нет никакого смысла: часть рейтингов была повышена, часть понижена, а остальные остались на прежнем уровне.

«КОРПОРАТЫ» ПРИРАСТАЮТ БАНКАМИ

В мае мы наблюдали существенное увеличение объема размещений корпоративных облигаций. И хотя большая доля (более 69.6%) пришлась на банковские облигации, были весьма интересные предложения и в нефинансовом сегменте — вторые выпуски «Имидж-Холдинга» (ТМ «Хортица»), «Каравана», «Галичины» и других эмитентов. В принципе, объем рыночных выпусков мая был чуть меньше 800 млн грн., что очень неплохо, хотя в данный момент рынок может переварить намного большие объемы. Так что в ближайшие месяцы мы ожидаем, несмотря на традиционный летний спад на первичном рынке, если и не увеличения объемов, то как минимум стабилизацию на майском уровне. Первичных размещений ОВГЗ также не проводилось, и когда начнется размещение госбумаг, сказать сложно. Вполне вероятно, что сразу же после окончательной стабилизации политической ситуации в стране.

Муниципальные облигации в мае не размещались, да и объемы запланированных выпусков, за редкими исключениями, не позволяют надеяться на рост ликвидности в этом сегменте рынка. При этом количество муниципальных эмитентов на рынке, похоже, растет.

Так, муниципальные облигации на 50 млн грн. намерен выпустить в 2007 году Николаевский городской совет. Об этом сообщил мэр Николаева Владимир Чайка. Согласно словам мэра, по предварительным подсчетам, доходность бумаг составит около 14% годовых. Срок обращения данных облигаций составит 3 года. По словам Чайки, выпуск облигаций муниципального займа можно ожидать до октября этого года.

Винницкий городской совет решил выпустить в 2007 году муниципальные облигации серий D и E на 15 млн грн. (решение горсовета от 25 мая). Горсовет выпустит облигации серии D на общую сумму 6 млн грн. и сроком обращения 2 года 5 месяцев (погашение не позднее 30 декабря 2009 года) и серии E на общую сумму 9 млн грн. и сроком обращения 3 года 3 месяца (погашение не позднее 30 декабря 2010 года). Горсовет ограничил максимальный размер ставки доходности по облигациям серий D и E в размере 14% годовых, а также затраты на выпуск и размещение в размере 100 тыс. грн.

Одесский городской совет может в июне нынешнего года выпустить деноминированные в евро или долларах еврооблигации на сумму, эквивалентную 335 млн грн. Об этом заявил начальник управления по вопросам фондовой деятельности одесского горсовета Геннадий Нечаевский. «Это будут еврооблигации... Может быть, в евро или в долларах», — сказал он. В настоящее время Одесса ведет переговоры с пятью иностранными банками относительно организации займа. Процентная ставка по данному заимствованию не должна превышать 9.5% годовых; срок погашения основной суммы долга — не позднее 31 декабря 2012 года. Одесский городской совет параллельно предлагает держателям муниципальных облигаций Одессы 1997 года выпуска, по которым в 1998 году был объявлен дефолт, предъявить данные бумаги к погашению. Сейчас остаются невыкупленными горсоветом бумаги на сумму около 2 млн грн. из 61 млн грн.

30 мая Львовский городской совет объявил конкурс по выбору услуг андеррайтинга и услуг платежного агентства для выпуска первой облигации местной ссуды Львова. Стоимость обслуживания должна быть не больше 12% годовых. Запланированный объем выпуска — 50 млн грн. В этом же году возможен выпуск второй серии заимствований в размере 42 млн грн.

Кроме того, Минфин разрешил Луцкому и Бердянскому городским советам (Запорожская область) выпустить муниципальные облигации на сумму по 10 млн грн. Параметры планируемого выпуска муниципальных облигаций Луцка: объем выпуска — 10 млн грн., доходность — не выше 14% годовых, срок обращения — 3 года, выплата дохода — ежеквартально. Параметры планируемого выпуска муниципальных облигаций Бердянска: объем выпуска — 10 млн грн., доходность — не выше 16% годовых, срок обращения — 5 лет, выплата дохода — ежеквартально.

Если говорить о вторичном рынке, то объемы торгов в мае несколько увеличились по сравнению с предыдущим месяцем. Объем торгов корпоративными облигациями остался на уровне 740–770 млн грн., сделок с муниципальными и государственными облигациями стало больше — объемы торгов по ним увеличились почти втрое: по муниципальным бондам с 18.1 млн грн. до 42.6 млн грн., по ОВГЗ — со 110.6 млн до 373 млн грн. В июне можно прогнозировать небольшое увеличение торгов ввиду того, что это последний месяц второго квартала.

Возросшие с начала апреля политические риски (что привело к ухудшению MPA Standard & Poor's прогноза рейтинга Украины со стабильного до негативного) не слишком повлияли на интерес международных инвесторов к украинским долговым бумагам. Те, кто не побоялся в этот период выйти на внешние рынки заимствований, были вознаграждены значительным превышением спроса на свои займы над первоначальным предложением.

Одним из главных подтверждений привлекательности долговых обязательств украинских заемщиков в глазах иностранных инвесторов может послужить хотя бы динамика котировок отечественных евробондов на внешних рынках. Возросшая поначалу на 12 базисных пунктов премия в их доходности к гособязательствам США (EMBI+ Украина спред) к началу мая вернулась к своим значениям до политического кризиса.

11 мая 2007 года «Первый Украинский Международный Банк» увеличил размер дебютного выпуска еврооблигаций объемом 150 млн долл. США, сроком обращения 3 года со ставкой купона 9.75% годовых до 275 млн долл. США. Организаторами дополнительного выпуска объемом в 125 млн долларов ценой 100.25% и доходностью к погашению 9.63% годовых выступили Standard Bank Plc и HSBC Bank Plc. Размер переподписки на еврооблигации ПУМБ составил 60%.

23 мая 2007 года «VAB Банк» (B2/B-) успешно осуществил размещение дебютного выпуска облигаций на международном рынке на сумму 125 млн долларов США, с доходностью 10.125% годовых и погашением в 2010 году. Организаторами заимствования выступили инвестиционные банки Credit Suisse и Deutsche Bank. Успешный дебют «VAB Банка» на рынке евробондов свидетельствует: прогнозы экспертов о влиянии политического кризиса на отечественные банки преувеличены.

Не обращает внимание на внутренний кризис и государство, намереваясь в ближайшее время разместить очередной выпуск своих еврооблигаций. Как сообщил первый замминистра финансов Вадим Копылов, согласно постановлению КМУ, Министерству финансов разрешили привлечь внешних займов на сумму до $1 млрд. Из сообщения Копылова следует, что внешние заимствования будут проводиться в июле 2007 года. Не совсем понятно, для чего именно сейчас привлекать еврозайм, когда бюджет выполняется с профицитом и большой потребности в денежных средствах вроде как нет (даже с учетом расходов на внеплановые выборы). По нашему мнению, было бы лучше поработать на внутреннем рынке с выпуском ОВГЗ.

О своих планах по выпуску евробондов заявили также такие крупные компании, как Государственная администрация железнодорожного транспорта Украины («Укрзалізниця»), компания XXI Century Investments Public Limited и одна из крупнейших украинских строительных компаний ТММ. В частности, «Укрзалізниця» планирует получить рейтинги от международных агентств и осуществить выпуск пяти-семилетних евробондов на 100–200 млн долларов в конце 2007 — начале 2008 года.

Компания XXI Century планирует выпустить еврооблигации, номинированные в долларах США, с погашением в 2010 году. Лид-менеджером размещения выступает ING. Размер дебютного выпуска составит $100–150 млн, ориентир доходности составляет около 10% годовых. Условиями выпуска предусмотрена оферта через два года.

ТММ планирует привлечь до конца года путем размещения долговых инструментов на внутреннем и внешних рынках 200–300 млн долларов. Речь идет о размещении украинских корпоративных облигаций и еврооблигаций в соотношении 50 на 50. Скорее всего, сначала будут размещены внутренние корпоративные облигации, а в конце осени — еврооблигации или кредитные ноты как требующие больше времени на подготовку.

НОВШЕСТВА РЫНКА

24 мая 2007 года ПФТС объявило о запуске рынка заявок, который позволит заключать сделки с ценными бумагами по принципу «поставка против платежа». Рынок заявок позволит проводить торги ценными бумагами в режиме анонимной торговли с использованием беспрерывного аукциона встречных заявок по технологии «поставка против платежа» с предварительным стопроцентным депонированием (передача ценностей на хранение) ценных бумаг на счетах хранителей в депозитарии «Межрегиональный фондовый союз» (МФС) и денежных средств на счетах МФС в НБУ. Это позволит бирже контролировать наличие ценных бумаг у торговца и денег у покупателя — для избежания срыва сделок. При этом механизм встречных заявок позволит на протяжении одного дня продавать и покупать одни и те же бумаги несколько раз. Ограничение на количество сделок в ходе торговой сессии составит 50 тыс., тогда как на рынке котировок происходит в среднем 200 сделок. Первой запустила рынок заявок на Украине Торгово-информационная система (ТИС) «Перспектива». О намерении внедрить эту же услугу на базе биржи «Иннэкс» в январе сообщила Российская торговая система (РТС).

Старый рынок котировок и новый рынок заявок будут работать параллельно. Сейчас на рынке заявок торгуются акции I и II уровней листинга, а в будущем возможны другие паевые и долговые ЦБ. По мнению экспертов, в первую очередь рынок заявок заинтересует небольших инвесторов, и уже через два года объемы торгов на рынках котировок и заявок могут сравняться. Фондовики отмечают, что конкуренцию рынку заявок ПФТС составят биржа «Иннэкс» и ТИС «Перспектива», готовящие или уже внедрившие такие же услуги.