Инфляция, ревальвация, спекуляция...

Павел Мурга

Если в сентябре основной темой обсуждения среди украинских экономистов была инфляция, то в октябре ею стала ревальвация. О возможности ревальвации гривны не рассуждал разве что ленивый. К чему может привести данный процесс? С одной стороны, укрепление гривны может стать фактором сдерживания увеличивающейся инфляции и насыщения долларом экономики. В этом случае в выигрыше остается та часть населения, которая не имеет доходов в долларах или хранит деньги на гривневых депозитах в банках. Снижение цен на импортные товары, которое последует вскоре за ревальвацией, также выгодно покупателям. С другой стороны, от ревальвации могут проиграть национальные производители-экспортеры и миллионы граждан, которые хранят свои активы в наличных долларах.

Предпосылок к тому, что гривна будет укрепляться, называют много. Главная из них — это уверенное снижение курса доллара к основным мировым валютам на внешнем рынке. По мнению исполняющего обязанности начальника департамента управления рисками VAB Банка Александра Омельченко, с учетом снижения курса доллара к основным мировым валютам на внешнем рынке ревальвация гривны может начаться в ближайшие месяцы. «Установленный НБУ официальный курс гривны по отношению к доллару не менялся уже более двух с половиной лет. В условиях, когда доллар сдает позиции по отношению к основным мировым валютам, жесткая привязка официального курса гривны к доллару выглядит нелогично. В такой ситуации ревальвация гривны — дело нескольких месяцев», — отметил Александр Омельченко. По его оценке, в настоящее время гривна недооценена, и ее справедливый курс должен быть установлен на уровне 4.5–4.8 грн./$1.

Глава НБУ Владимир Стельмах заявил недавно о наличии экономических предпосылок для ревальвации гривны к доллару. Это, по мнению аналитиков Альфа-Банка (Киев), может стать сигналом для нерезидентов к скупке гривневых облигаций.

«В то же время, на данные новости реагируют в первую очередь спекулятивные инвесторы, которые после ревальвации будут пытаться выйти из позиций в гривневых облигаций и зафиксировать прибыль, — считают аналитики Альфа-Банка (Киев). — Для этого необходимо существование ликвидного рынка. Однако по большинству корпоративных облигаций ликвидность остается достаточно низкой (невысокий объем и небольшое количество инвесторов)».

РЕАЛИИ РЫНКА

Определяющими факторами на облигационном рынке до конца текущего года остаются избыточная ликвидность банковской системы и недостаток качественных облигационных выпусков. В октябре 2007 г. остаток средств на корсчетах коммерческих банков не опускался ниже 18.8 млрд грн. и весь месяц находился у отметки в 20 млрд грн. (на 1.11.07 — 21.13 млрд грн.). Столь большие объемы свободных денег у банков обусловлены активными заимствованиями денежных ресурсов на внешних рынках капитала с начала года. По данным НБУ, за 9 месяцев 2007 г. банки привлекли от нерезидентов средств на $11.3 млрд. Это в 2.6 раза больше, чем за 9 месяцев 2006 г. ($4.3 млрд). И даже невзирая на кризис ликвидности на мировых рынках капитала, спровоцированный ипотечным кризисом в США, за июль-сентябрь 2007 г. комбанки Украины смогли привлечь на внешних рынках более $4.2 млрд ($4.5 млрд во втором квартале 2007 г.). Стоит отметить, что в третьем квартале 2007 г. привлечения ресурсов были осуществлены в основном не за счет размещения еврооблигаций (в августе и сентябре украинские банки евробондов не размещали) и синдицированных кредитов, а за счет долгосрочных и краткосрочных кредитов. Заемщиками выступали в основном банки с иностранным капиталом — УкрСиббанк, ОТП Банк, Райффайзен Банк Аваль, Эрсте Банк и УниКредит-Банк, которые используют для финансовой поддержки материнские структуры. Банки с отечественным капиталом, заявлявшие о выпуске евробондов (Родовид Банк, «Финансы и Кредит», банк «Надра»), не имеют возможности занимать на внешнем рынке капитала по приемлемым ставкам и откладывают выпуски до лучших времен.

Украинские банки, отказавшись от дорогих ресурсов с внешних рынков, сделают ставку на внутренние источники привлечения денег — выпуск гривневых облигаций. Это подтверждается как большими объемами уже эмитированных этой осенью комбанками облигаций, так и заявлениями о крупных займах до конца текущего года. В сентябре-октябре 2007 г. начали размещаться более 70 выпусков облигаций на общую сумму 4.6 млрд грн. Из них 10 эмиссий на сумму 2.2 млрд грн. были банковскими. Это составляет 48% общего объема выпусков сентября-октября этого года. Однако справедливости ради надо сказать, что банковские облигации доминируют на внутреннем рынке не только в последние месяцы, но и на протяжении всего года.

За январь-октябрь 2007 г. финансовые учреждения выпустили облигаций на 9.3 млрд грн., что составляет 54% общего объема выпусков корпоративных облигаций в Украине за этот период и в три с половиной раза больше банковских выпусков десяти месяцев 2006 г. (2.6 млрд грн.).

До конца текущего года банки будут продолжать верховодить на внутреннем рынке корпоративных бондов. До 2008 г. выпустить облигации намерены следующие кредитно-финансовые учреждения: банк «Дельта» — на 500 млн грн., банк «Крещатик» — на 340 млн грн., Родовид Банк — на 250 млн грн., Ипобанк — на 200 млн грн., Укргазбанк — на 100 млн грн., банк «Кредит-Днепр» — на 100 млн грн. Данные бумаги будут пользоваться большим спросом среди украинских и иностранных инвесторов в связи с высокой гривневой ликвидностью для первых и ожиданиями ревальвации для вторых. «Сейчас наблюдается пиковая ситуация, когда интерес иностранных инвесторов к украинским облигациям на ожиданиях ревальвации гривны повышен, — пояснил советник председателя правления Укргазбанка Александр Охрименко. — В январе интерес нерезидентов будет более вялым». Эксперты прогнозируют, что все предложенные украинскими банками бумаги будут выкуплены нерезидентами. По мнению директора департамента инвестиционно-банковских услуг ИК «Concorde Capital» Александра Омельчука, нерезиденты готовы взять на себя курсовые риски, которые перекладывают на них банки, выкупая гривневые облигации под 10–12% годовых «в зависимости от чистоты банка». «Сейчас внутренние украинские облигации более привлекательны для инвесторов, чем вложения в другие секторы»,– считает директор управления инвестиционно-банковских услуг ИК «Dragon Capital» Брайан Бест.

О наличии гарантированного спроса на банковские эмиссии со стороны иностранных банков свидетельствует начавшееся в октябре размещение наибольшей в стране эмиссии гривневых облигаций АКБ «Укрсоцбанк» на 750 млн грн. Всего поступило заявок на сумму 2.3 млрд грн., что превысило объем предложения в три раза. Доходности, предложенные потенциальными покупателями, находились в интервале 10.25–11%, что существенно ниже номинальной доходности 12% годовых. Значительный спрос на облигации банка позволил снизить доходность размещения: по итогам рассмотрения всех поступивших заявок средневзвешенная доходность размещения составила 10.375%.

В октябре 2007 г. значительно увеличился объем торгов в ПФТС (на 23% к сентябрю) — с 3.19 млрд грн. в сентябре до 3.93 млрд грн. по итогам октября. Наибольший рост объемов торгов в октябре наблюдался по гособлигациям (в 2.7 раза до 439 млн грн.). Также выросли торги по муниципальным облигациям (на 18% до 93 млн грн.). Рынок корпоративных облигаций удержал лидерство как по объему торгов в октябре — 2.05 млрд грн. (2.22 млрд грн. в сентябре), — так и по доле в общем объеме торгов с 52% в октябре (69.43% в сентябре). Наибольший объем торгов корпоративными бондами в октябре прошел с облигациями компаний «ЛуАЗ» (серия А, объем торгов — 103.36 млн грн.), Родовид Банк (серия В, объем торгов — 88.01 млн грн.) и «Государственный международный аэропорт «Борисполь» (серия А, объем торгов — 79.62 млн грн.).

За октябрь Минфин провел пять аукционов по размещению ОВГЗ. Министерство традиционно предлагало инвесторам облигации со сроками погашения 23 июня 2010 г. (доразмещение), 28 сентября 2011 г. (доразмещение), 11 июня 2014 г. и 7 июня 2017 г. по ставкам соответственно 6.6%, 6.4%, 5.4% и 5.1% годовых. В октябре 2007 г. Минфин продал ОВГЗ на сумму 500.3 млн грн. С момента возобновления 25 июня первичных аукционов Минфин уже разместил ОВГЗ на общую сумму 3.127 млрд грн. из 3.8 млрд грн., предусмотренных госбюджетом привлечений на внутреннем рынке на 2007 г. Вместе с тем, на вторичном (организованном) рынке государственных ценных бумаг особой активности с начала года не наблюдалось. Объем заключенных соглашений за январь-сентябрь составлял 1.5 млрд грн., тогда как за соответствующий период 2006 г. — 8.16 млрд грн. Объем ОВГЗ в собственности нерезидентов в течение января-сентября 2007 г. уменьшился на 513.3 млн грн. — до 2.185 млрд грн. При этом объемы поступления прямых иностранных инвестиций за девять месяцев составили $6.1 млрд, что в 1.6 раза больше, чем за аналогичный период 2006 г.

По нашему мнению, рынок корпоративных облигаций сохранит в ноябре лидерство по объемам торгов в ПФТС и будет находиться в пределах 1.8–2.3 млрд грн. Торги по муниципальным и государственным облигациям будут находиться в пределах текущих значений по объемам и составят 100–150 млн грн. и 200–500 млн грн. соответственно.

ВЫХОДА НЕТ...

Несмотря на обещания не вводить максимальную ставку внешних займов, Нацбанк Украины принял постановление, устанавливающее ограничения на привлечение зарубежных кредитов украинскими банками и предприятиями. 27 сентября 2007 г. НБУ принял постановление № 350, согласно которому с 1 января 2008 г. вступают в силу изменения в порядок получения резидентами кредитов в инвалюте от нерезидентов. Так, согласно принятым изменениям, отдельным подпунктом вынесены условия выставления максимальной ставки по таким займам. Для договоров в свободно конвертируемой валюте максимальная ставка устанавливается на основе стоимости государственных займов на внешних рынках, при расчете которой Национальный банк учитывает размер доходности украинских облигаций, выпущенных Министерством финансов с учетом разницы между ставкой по займам государства и резидентов на международном финансовом рынке. Для договоров в свободно конвертируемых валютах, которые не имеют широкого распространения на мировых рынках, а также неконвертируемых валютах максимальная ставка устанавливается на основе размера средневзвешенной процентной ставки, по которой банки предоставляют кредиты на внутреннем рынке. Добавлен также новый подпункт, согласно которому в случае привлечения резидентом-заемщиком кредита в разных валютах контроль осуществляется за каждой частью кредита в разной валюте с использованием максимальной процентной ставки, установленной для иностранной валюты в зависимости от ее конвертации.

С 28 октября рынок будет работать по новым правилам. С 1 октября 2007 г. вступили в силу Правила ДП «Фондовая биржа ПФТС», разработанные в соответствии с Положением Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку «О функционировании фондовых бирж». Данное положение значительно повышает требования к ценным бумагам для попадания в листинг. Теперь биржевой список ПФТС будет состоять из

биржевого реестра (первый и второй уровень котировального списка) и списка внелистинговых ценных бумаг (финансовых инструментов).

По данным ПФТС, в результате приведения ранее прошедших листинг ценных бумаг к новым стандартам котировальный список с 1 ноября будет состоять из 131 ценной бумаги, в том числе в первом уровне листинга — 13 бумаг (10 акций, одна корпоративная облигация и две муниципальные), во втором — 118 (21 акция, 83 корпоративные облигации, шесть облигаций местных займов и восемь ценных бумаг инвестфондов), а вне листинга — 681 (в том числе 313 акций с учетом акций инвестфондов). Тем не менее, и ценные бумаги, которые вошли в официальный листинг, и оказавшиеся вне листинга будут по-прежнему входить в общую статистику торгов ПФТС.

Для попадания акций в первый уровень эмитент должен существовать как минимум три года, иметь минимум 500 акционеров, стоимость чистых активов, годовой доход и рыночную капитализацию свыше 100 млн грн. и быть прибыльным как минимум два года из последних трех. Помимо того, с его ценными бумагами за последние шесть месяцев должно выполняться не менее 10 биржевых контрактов среднемесячной стоимостью не менее 1 млн грн. Для облигаций предприятий первого уровня листинга требования к ликвидности чуть ниже — минимум пять биржевых контрактов среднемесячной стоимостью 0.5 млн грн. за последние шесть месяцев. При этом номинальный объем выпуска должен превышать 10 млн грн.

Пребывание акций во втором уровне листинга позволяется, если эмитент последний год существует прибыльно, имеет чистые активы, доход и капитализацию свыше 50 млн грн. При этом за последние шесть месяцев с ними было выполнено минимум 10 биржевых сделок со среднемесячной стоимостью минимум 0.25 млн грн. Для облигаций предприятий требования еще ниже: чистые активы — свыше 10 млн грн., номинальная стоимость выпуска — свыше 5 млн грн., среднемесячная стоимость операций с ценными бумагами — 0.15 млн грн.

Подобные требования установлены и для облигаций местных займов и ценных бумаг институтов совместного инвестирования.

От этих нововведений наиболее пострадают в первое время институты совместного инвестирования, негосударственные пенсионные фонды и страховые компании, которые обязаны покупать ценные бумаги, входящие в листинг. Неудобства для вышеперечисленных финучреждений будут состоять в необходимости пересмотра своих портфелей и продажи бумаг (и не факт, что по выгодной цене), которые с ноября будут вне листинга. Данные компании могут понести убытки в связи с продажей данных бумаг. С другой стороны, нововведения являются сигналом для качественных эмитентов для наращивания (увеличения) активов и объемов ЦБ до значений, необходимых для вхождения в листинг. В среднесрочной перспективе нововведения будут способствовать улучшению структуры активов институтов совместного инвестирования, негосударственных пенсионных фондов и страховых компаний, так как их портфели будут состоять из бумаг более качественных эмитентов.

На рынок корпоративных облигаций нововведения по листингу вряд ли будут иметь сколько-нибудь серьезное влияние, поскольку для качественных эмитентов (не вошедших в листинг) не составит труда в ближайшее время подтянуться по требованиям к активам и объемам выпуска. Торги по этим бумагам обеспечат коммерческие банки.

В целом, по мнению экспертов и участников рынка, внедрения в действие новых биржевых правил ПФТС в среднесрочной перспективе приведет к позитивным последствиям для фондового рынка Украины.

РЫНОК ОНЛАЙН

Госкомиссия по ценным бумагам и фондовому рынку (ГКЦБФР) обнародовала проект изменений в положение № 1928 «О расчетно-клиринговой деятельности по договорам относительно ценных бумаг» и положение № 999 «О депозитарной деятельности», которые должны позволить запустить на украинском фондовом рынке альтернативный механизм проведения сделок в режиме Т+0. Таким образом, ГКЦБФР намерена внедрить новый механизм проведения сделок с ценными бумагами в режиме онлайн, который используется в развитых странах. Он предусматривает депонирование денег и ценных бумаг, что гарантирует исполнение сделок в течение одного дня. Эксперты отмечают, что преимуществами новой технологии первыми воспользуются банки при торговле облигациями, тогда как торговцы акциями перейдут на более быструю модель расчетов с появлением возможности торговать через Интернет. Сейчас при проведении сделки «поставка против платежа» в режиме Т+3 для того, чтобы хранитель осуществил списание ценных бумаг со счета их собственника, он получает распоряжение от депозитария, после чего дает указание расчетному банку по перечислению денег со счета хранителя-покупателя на счет хранителя-продавца. При новом механизме Т+0 распоряжения на зачисление и списание ценных бумаг, как и по денежным расчетам, должны быть сформированы самим торговцем, что ускоряет процесс исполнения сделок.

Т+0 предусматривает депонирование денег на счетах в банке, а ценных бумаг — на счетах хранителя в депозитарии. При сделке финансовый клиринг будет проводить фондовая биржа, расчеты по ценным бумагам — депозитарии, что обеспечивает более быстрое исполнение сделки — за день. Проведение операций в режиме Т+0 возможно только на бирже, тогда как вне биржи возможен механизм Т+3. Эксперты констатируют, что для осуществления сделок с ценными бумагами на украинском фондовом рынке достаточно режима Т+3. Среди рисков начальник информационно-аналитического отдела ПФТС Андрей Коломиец называет то, что система Т+0 менее удобна для торговцев, так как будет отнимать у них средства для депонирования.

Президент инвестфонда «Амадеус-Индекс ПФТС» Михаил Ройко считает, что система Т+0 будет «удобной для банков, которым нужны быстрые взаиморасчеты по облигациям в течение дня». «Расчет в Т+0 нужен, чтобы избежать неудобства с ценой. У облигаций существует такое понятие, как купон. То есть сегодня вы можете продать облигации по одной части купона, а через два дня — по еще большей», — объясняет старший экономист отдела по торговле ценными бумагами Родовид Банка Андрей Завгородний. Впрочем, с внедрением системы Т+0, по словам экспертов, можно будет не только совершать операции купли-продажи более оперативно, но и подготовить украинский фондовый рынок к запуску рынка производных ценных бумаг и систем торговли ценными бумагами с помощью Интернета.