Вадим ВЕДЕРНИКОВ,
аналитик рынка облигаций
emerging markets

Украина: мир или дефолт?

Странный дефолт Аргентины, в наступление которого долговой рынок не верил до последнего дня, вновь заставил международных инвесторов задуматься о сохранности своих инвестиций и подтолкнул к переоценке рисков вложений в госдолг Украины, уже не первый месяц находящейся в состоянии гражданской войны и по этой причине переживающей глубочайший социально-политический и экономический кризис.

До конца следующего года Украине предстоит выплатить около $17 млрд в виде процентов и погашений долга. В условиях растраты помощи МВФ на военную операцию, а также учитывая наличие у России права в любой момент затребовать досрочного погашения долгов, инвесторы долгового рынка, возможно, чрезмерно оптимистично настроены относительно перспектив дефолта Украины, снизить вероятность которого может только скорейшее мирное урегулирование конфликта.

ВОЙНА ЗА СЧЕТ МВФ

В мае Киев получил от МВФ $3.1 млрд в рамках первого из девяти траншей двухлетней программы объемом $16.7 млрд. В конце августа МВФ согласовал выделение Киеву в сентябре второго транша в размере $1.4 млрд. Кроме того, было принято решение об объединении третьего и четвертого траншей общим объемом $2.8 млрд — средства поступят до конца года. Еще четыре транша, объемом $2.1 млрд каждый, страна получит в следующем году.

По официальным данным, на военную операцию Киев тратит порядка $160 млн в месяц. Если предположить, что цифра занижена лишь в 3–4 раза и не будет расти, то общие расходы Киева на военные действия до конца года могут составить $4.3–5.8 млрд, а в 2015 году — $5.8–7.8 млрд. При объеме золотовалютных резервов в $16 млрд и госдолге в $70 млрд стране просто неоткуда брать деньги на продолжение войны.

Продолжение военных действий в следующие 12–18 месяцев будет означать растрату всех получаемых от МВФ средств, что сделает почти невозможным предстоящие в этот период выплаты $17 млрд долга. Ситуацию усугубляет падение на 70% с начала года курса гривны, увеличивающее отношение госдолга к ВВП Киева до уровней, при которых Россия может потребовать досрочного погашения долга объемом $3 млрд.

КОВЕНАНТЫ РОССИИ

Когда МВФ разрабатывал двухлетнюю программу помощи Украине

объемом $16.7 млрд, предполагалось, что она не станет причиной роста отношения госдолга к ВВП Украины до отметок выше 60%. Именно этот уровень является ковенантом по выданному Россией в виде еврооблигаций трехлетнему кредиту, нарушение которого дает нашей стране право требовать досрочного погашения долга, на что у Киева просто может не хватить средств.

Параметры программы помощи МВФ были сформированы, исходя из предпосылок сокращения ВВП Украины на 5% в текущем году, нулевой динамики в следующем и дальнейшего ускорения, тогда как ожидания роста показателя госдолга к ВВП подразумевали превышение уровня в 60% только в 2018 году, когда выданный Россией трехлетний кредит был бы уже погашен.

Тем не менее потеря Украиной вклада в ВВП не только Крыма, что было заложено в расчеты МВФ, но и Донбасса, что, вероятно, не учитывалось, грозит снижением ВВП уже в этом году на существенно большую величину, чем на 5%. Также на отношение госдолга к ВВП давит и падение гривны до 14 грн./$1 с апрельского уровня 11 грн./$1, так как увеличивается сумма валютного долга в пересчете на украинскую валюту.

Наступление ополчения в конце августа показало, что после потери Крыма (3.1% ВВП страны в 2012 году) Украина может лишиться вклада в ВВП Донецкой (11.7% ВВП) и Луганской (4% ВВП) областей, доведя суммарную потерю до 18–19% ВВП. Учитывая все перечисленное, нарушение Украиной ковенанта в 60% может произойти уже в первом полугодии 2015 года, что при требовании Россией досрочного погашения долга будет грозить кросс-дефолтом по всем долгам Киева.

РИСКИ НЕДООЦЕНЕНЫ

Доходность долларовых еврооблигаций Украины с погашением в 2017 году объемом $2.6 млрд в августе выросла почти на 4 п.п., до 12.5% годовых, что стало максимальным месячным ростом с начала обращения выпуска в июле 2012 года. Кроме того, премия выпуска с погашением через три года к евробонду Украины с погашением в 2023 году достигла пика с конца весны — 250 б.п., усиливая тем самым инверсионность кривой суверенных бумаг.

Стоимость 5-летней страховки от дефолта по валютному долгу Украины выросла в августе на 35% (385 б.п.). Однако несмотря на сильнейший августовский рост доходности евробондов Украины, стоимость 5-летних CDS сейчас далека от достигнутых в феврале 1340 б.п.

С момента отделения Крыма негативные прогнозы по росту ВВП, дефициту бюджета и инфляции вкупе с летним обвалом гривны и успехами наступательной операции ополчения предполагают значительно большие риски своевременной оплаты Киевом своих долгов. Очевидно, что появление программы МВФ эти риски не снижает, ведь все полученные средства расходуются на военные действия.

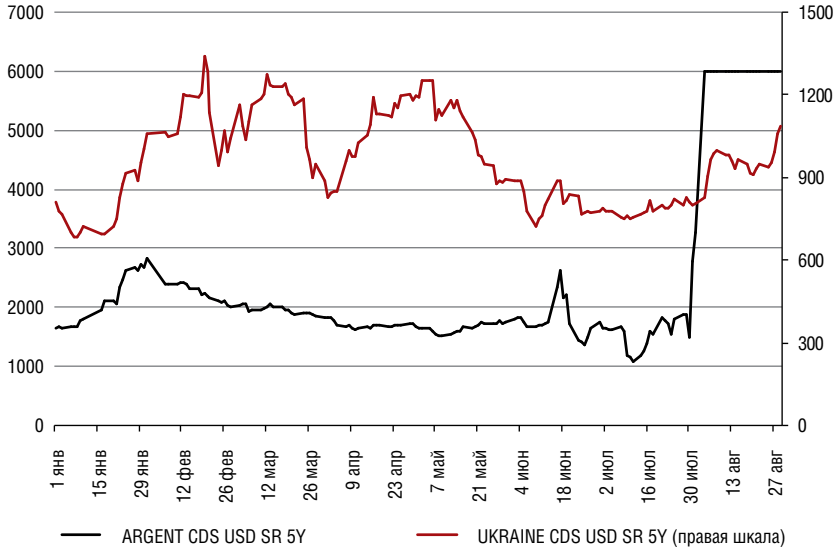
Тот факт, что стоимость 5-летнего CDS сейчас почти на 20% ниже февральского пика, говорит только о том, что международные инвесторы или недооценивают колоссальные расходы Киева на проведение военной операции, или ставят на скорое мирное урегулирование, благодаря которому последующие транши помощи МВФ смогут помочь Украине вовремя осуществлять платежи по долгам.

КОРПОРАТИВНЫЙ ДЕФОЛТ

Чем дольше продолжается военный конфликт на востоке Украины, тем сильнее он мешает нормальному функционированию компаний таких ключевых для страны отраслей, как сельское хозяйство, энергетика и металлургия. И если разговоры о суверенном дефолте пока касаются лишь вероятности и сроков его наступления, то для некоторых украинских эмитентов дефолт уже стал реальностью.

ДОХОДНОСТЬ ДОЛЛАРОВЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ УКРАИНЫ ВЫРОСЛА ДО 12.5% ГОДОВЫХ

Рисунок 1
Динамика CDS на суверенный долг Украины и Аргентины, б.п.



Источник: Bloomberg

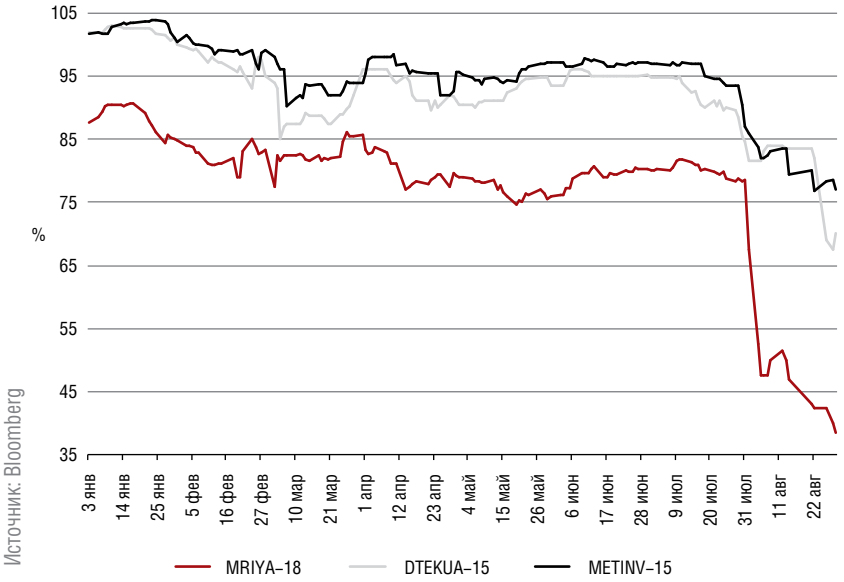


Рисунок 2
Динамика стоимости еврооблигаций украинских компаний «Мрия Агрохолдинг», «ДТЭК», «Метинвест»

В начале августа крупнейшая сельскохозяйственная группа Украины «Мрия Агрохолдинг» объявила о неспособности платить по долгам, после чего агентство S&P понизило рейтинг компании до уровня SD (выборочный дефолт). Размещенный в апреле 2013 года евробонд «Мрия Агрохолдинг, 2018» объемом $400 млн торгуется сейчас по цене 38% от номинала, хотя еще в конце июля этого года стоимость выпуска находилась около уровня 80% от номинала.

По оценкам агентства Fitch, объем свободной наличности крупнейшей энергетической компании Украины «ДТЭК» на конец 2013 года составлял 2.6 млрд грн., или $190 млн по текущему курсу. Таким образом, предстоящее до конца года погашение займов в объеме $300 млн целиком зависит от кредитов банков, многие из которых уже находятся в преддефолтном состоянии. На этом фоне не удивительно, что евробонд «ДТЭК, 2015» сейчас торгуется по цене около 70% от номинала против 95% в середине июля.

Не совсем ясны перспективы и крупнейшей металлургической компании Украины «Метинвест», которая в последние два месяца периодически сообщает об остановке производства на расположенных в зоне конфликта мощностях. Компании до конца года предстоят выплаты объемом около $900 млн, и в случае полной остановки заводов на Донбассе до конца года менеджменту, вероятно, придется всерьез рассматривать варианты реструктуризации долга по евробонду «Метинвест, 2015 (LPN)» объемом $500 млн, котировки которого сейчас находятся на уровне 77% от номинала против 97% от номинала в середине июля.

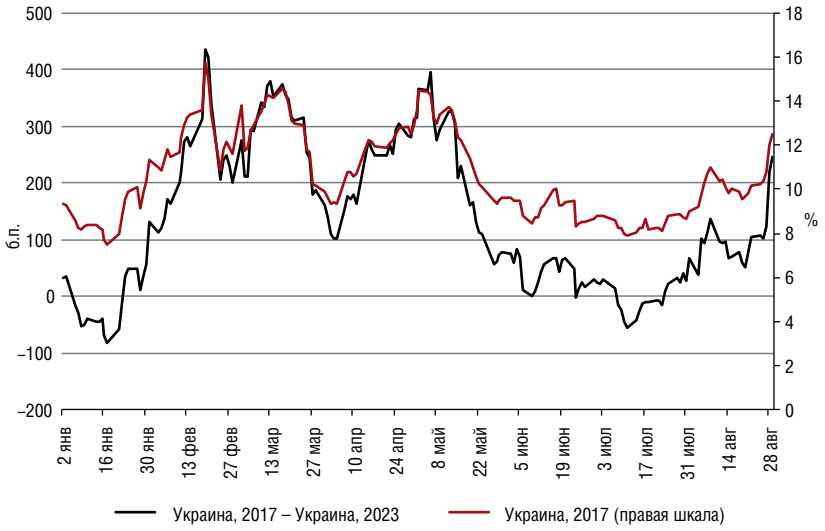
КАКОВЫ ПЕРСПЕКТИВЫ

На сегодняшний день мирное урегулирование конфликта на востоке Украины выглядит если и возможным, то в весьма отдаленной перспективе. Поэтому вполне вероятно, что инвесторы в суверенные еврооблигации Украины сейчас ошибаются так же, как это было в мае-июне в случае с госдолгом Аргентины.

Тогда стоимость 5-летнего CDS тоже некоторое время находилась в диапазоне 1000–1100 б.п., однако в начале августа технический дефолт Буэнос-Айреса отправил котировки CDS к уровню 6000 б.п., где они и находятся по сей день в ожидании аукциона ISDA, на котором будет определено, на возврат какой части аргентинского долга могут претендовать его держатели. Повторится ли та же картина в случае с Украиной? Вероятность этого тем больше, чем дольше Киев будет продолжать военную операцию.

Даже если украинским властям одновременно с продолжением военных действий и удастся каким-то чудом найти $17 млрд на платежи по долгам до конца 2015 года, расходы на войну могут привести к нарушению ковенант по выданному Россией кредиту. Требование о досрочном возврате $3 млрд в любой момент могут стать той критической массой, которая имеет все шансы ввергнуть Киев в состояние дефолта.

Рисунок 3
Доходность суверенного выпуска «Украина, 2017» и спред между доходностью выпусков «Украина, 2017» — «Украина, 2023 »



ПО ИТОГАМ 2013 ГОДА

Банк «ФК Открытие» входит в ТОП-5 организаторов на российском рынке облигационных займов и занимает 4 место по версии Cbonds, Bloomberg, Dealogic

УСЛУГИ НА РЫНКАХ КАПИТАЛА

- организация и размещение рублевых облигационных займов;
- организация и размещение еврооблигационных займов, а также кредитных нот (CLN), номинированных в российских рублях или иностранной валюте;
- организация синдицированных кредитов;
- секьюритизация (обеспеченная потребительскими, ипотечными, автокредитами и т.д.);
- выпуск сложно структурированных долговых инструментов;
- предоставление финансирования через операции РЕПО с казначейскими облигациями;
- предоставление поручительств перед ЦБ РФ;
- предоставление бридж-финансирования;
- подготовка эмиссионной документации;
- комплексный премаркетинг и андеррайтинг;
- рейтинговое консультирование;
- аналитика

открытие | ФИНАНСОВАЯ КОРПОРАЦИЯ

В жизни всегда есть место открытию

dcm@otkritie.com | am@open.ru | otkritiefc.ru
тел: 8 (800) 100 70 40
тел: +7 (495) 777 56 56 доб. 11 4373, 11 4417

Реклама. ОАО Банк «ФК Открытие», лицензия ЦБ РФ №2209