Павел Мурга,
начальник информационно-аналитического отдела ООО «СБОНДС-Украина»

ПЕРЕШАГНУЛИ за $10 млрд

ОСНОВНЫМ ФАКТОРОМ, ОКАЗЫВАЮЩИМ НЕГАТИВНОЕ ВЛИЯНИЕ НА УКРАИНСКИЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК В ПЕРВОМ КВАРТАЛЕ 2008 ГОДА, ОСТАВАЛСЯ КРИЗИС ЛИКВИДНОСТИ НА МЕЖДУНАРОДНЫХ РЫНКАХ КАПИТАЛА.

Так как заимствования на внешних рынках с середины прошлого года практически прекратились ввиду существенного удорожания ресурса, в банковской системе Украины в первом квартале наблюдалось значительное снижение ликвидности. Если на начало января остатки на корсчетах банков составляли порядка 20 млрд грн., то к концу марта они опустились ниже 14 млрд грн. И если в последнем квартале 2007 года банки пополнили недостаток ресурсов за счет продажи внутренних облигаций на общую сумму 5.43 млрд грн. из заявленных 7.46 млрд грн., то в первом квартале 2008 года ввиду падения спроса на облигации финансового сектора со стороны нерезидентов им удалось разместить лишь 0.9 млрд грн. из зарегистрированного регулятором объема в 2.16 млрд грн.

ОЧЕРЕДЬ ЗА РЕФИНАНСИРОВАНИЕМ

Испытывая в марте острый дефицит ресурсов в гривне, банки вынуждены были обращаться за рефинансированием в Национальный банк Украины. За март 2008 года Национальный банк выдал банкам кредиты на общую сумму 7.51 млрд грн. (всего же с начала года было выдано 12.9 млрд грн.). Из них кредиты overnight составили 5.84 млрд грн. (9.98 млрд грн. с начала года); операции своп — 0.96 млрд грн. (1.1 млрд грн.); операции прямого РЕПО с ОВГЗ — 0.5 млрд грн. (1.56 млрд грн.); кредиты, предоставленные на тендерах по поддержанию ликвидности банков — 0.22 млрд грн. (0.25 млрд грн.). При этом средняя стоимость overnight для банков первого-второго круга составляла 12–15% годовых, а для остальных банков достигала 20% (максимальный уровень и вовсе достиг 25%). Ведь банки, которые не выполняют новых требований НБУ по минимизации разрывов по срокам между активами и пассивами, не могут обращаться в НБУ за рефинансированием и вынуждены переплачивать 3–5% за ресурсы на рынке.

Еще одной существенной проблемой, с которой в краткосрочной перспективе могут столкнуться банки, может стать обслуживание и погашение внешних долгов в 2008 году. Украинские заемщики в 2008 году должны уплатить по внешним долгам почти $7 млрд, в том числе $2.8 млрд — в первом полугодии. Объем внешних выплат банков в 2008 году достигает $5 млрд: синдицированные кредиты и еврооблигации в текущем году должны погашать «Райффайзен Банк Аваль», УкрСиббанк, Укрэксимбанк, Укрсоцбанк, ПУМБ, банк «НАДРА», Укрпромбанк, Родовид Банк, Кредитпромбанк, банк «Пивденный», банк «Форум», Альфа-Банк, банк «Кредит-Днепр», Брок-

бизнесбанк, банк «Хрещатик», Укргазбанк, банк «Финансы и Кредит», ВиЭйБи Банк, Сведбанк и ОТП Банк. В случае продолжения кризисных событий на международных финансовых рынках до середины 2008 года банки Украины, которые не имеют возможности фондирования за счет иностранных «материнских» структур, могут столкнуться с проблемами выполнения обязательств по имеющимся внешним займам.

РЫНОК ПРИРОС ДЕСЯТИНОЙ

Если же обратиться к цифрам, то рост объема внутреннего рынка облигаций в I квартале 2008 года составил чуть более 10% к прошлому кварталу. Общий объем внутреннего облигационного рынка на конец первого квартала 2008 г. превысил в долларовом эквиваленте $10 млрд (54.8 млрд грн.)!!! Это произошло благодаря тому, что объем рынка корпоративных облигаций, единственного сегмента, показавшего в I квартале 2008 года рост, увеличился почти на 18%, или на 7 млрд грн. В то же время рынки внутренних государственных и муниципальных облигаций не получили развития в первые месяцы 2008 года. Однако если емкость рынка муниципальных бондов осталась на прежнем уровне в 6087 млн грн., то по ОВГЗ мы наблюдаем снижение объемов за счет погашения в I квартале госбумаг на общую сумму 1.32 млрд грн. Также хотелось бы отметить, что наиболее важный для нас показатель — объем «рыночных» выпусков облигаций в обращении вырос — на 20% до почти 25 млрд грн. В случае сохранения в дальнейшем данного позитивного тренда мы можем ожидать удвоения объема рыночных КО в обращении по итогам 2008 года и выхода этого показателя на уровень в 40 млрд грн.

БЕЗ НОВЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

Как мы уже отмечали ранее, за отчетный период новых размещений еврооблигаций не было. Состоялось лишь уменьшение объема рынка еврооблигаций украинских эмитентов за счет погашения эмиссии на $70 млн компанией «Союз-Виктан». Однако несмотря на неблагоприятную конъюнктуру на внешних рынках капитала, в середине февраля ПриватБанк и Укрэксимбанк вернулись на рынок синдицированных кредитов со сделками, которые шли вразрез с ожиданиями повышения ставок по кредитам для финансовых институтов из Восточной Европы. ПриватБанк привлек кредит в $200 млн с маржой

Динамика развития различных сегментов украинского облигационного рынка

Показатель	на 31.12.04	на 31.12.05	на 31.12.06	на 31.12.07	на 31.03.08
Объем рынка гособлигаций, млн грн.	5 729	11 668	9 561	10 285	8 437
— объем рынка ОВГЗ	3 653	9 978	8 256	9 365	7 517
— объем рынка НДС-облигаций (1 и 2 серии)	1 926	1 690	1 305	920	920
Объем рынка корпоративных облигаций (КО), млн грн.	6 646	13 503	20 337	38 797	45 747
количество эмиссий КО, шт.	285	515	704	961	1 096
в том числе «рыночные» КО	1 933	4 098	8 574	20 646	24 697
количество «рыночных» эмиссий КО, шт.	117	163	248	320	349
— КО нефинансовых корпораций	1 320	2 743	5 286	7 317	7 918
— КО банков	613	1 355	3 288	13 329	16 779
Объем рынка муниципальных облигаций, млн грн.	195	520	579	607	607
Объем внутреннего рынка облигаций, млн грн.	12 570	25 691	30 037	49 689	54 791
Объем рынка еврооблигаций украинских эмитентов, $ млн	6 228	8 388	12 604	14 193	14 123
— суверенные еврооблигации	4 495	5 280	7 426	6 099	6 099
— корпоративные еврооблигации	1 383	2 508	4 578	7 244	7 174
— муниципальные еврооблигации	350	600	600	850	850
количество эмиссий еврооблигаций, шт.	15	24	37	49	48

к LIBOR в 75 б.п., установив тем самым новый ценовой ориентир для украинских заемщиков. Предыдущий рекордный уровень ставки, под которую был привлечен кредит Укрэксимбанка в 2007 году, составлял 80 б.п. к LIBOR. Также в марте Укрэксимбанк пролонгировал синдикат в $325 млн, подписанный в апреле 2007 года. Маржа к LIBOR по кредиту составила 80 б.п., оставаясь на уровне предыдущего кредита банка. Кредиты для ПриватБанка и Укрэксимбанка оказались неожиданными для участников рынка, так как ожидалось, что прайсинг по украинским кредитам вырастет так же, как и по российским сделкам. А в России увеличение цен на синдицированные кредиты с нового года достигло в ряде случаев 80%. Однако несмотря на то что ставка LIBOR последние несколько месяцев упорно снижается (с лета она упала почти в 2 раза), спрогнозировать ее на ближайшее время никто не берется, и непонятно, выиграют или проиграют в деньгах (стоимости заимствования) банки, привлекающие сейчас внешние кредиты. Ряд банков уже озвучил свои планы на 2008 год по крупным заимствованиям на внешнем рынке: Укрсоцбанк намерен привлечь $2.6 млрд, Укрэксимбанк — $1.2 млрд, ПУМБ и Укрпромбанк хотят занять по $500 млн. В I квартале 2008 года украинские компании привлекли синдицированные кредиты на общую сумму $965 млн.

Размещать бумаги в настоящее время достаточно тяжело и дорого. Так, если до кризиса можно было взять деньги или секьюритизировать кредитный портфель под LIBOR + 0.5–1.5%, то после кризиса — LIBOR + 1–4% в зависимости от рейтинга банка/эмитента и качества кредитного портфеля. Так, банк «Финансы и Кредит» привлек синдицированный кредит в $70 млн на условиях LIBOR+1.95% годовых сроком на 1 год, корпорация «ИСД» привлекла долгосрочный кредит на общую сумму $350 млн на условиях LIBOR+2.45% годовых сроком на 5 лет, а также банк «Форум» намерен привлечь синдикат в $75 млн на условиях LIBOR+1.6% годовых сроком на 1 год. Некоторые эксперты при этом говорят, что пока не все так плохо. Они отмечают, что после мирового кризиса на рынке ипотеки ставки на межбанковском рынке LIBOR уже снизились до обычных 3–4% по однодневным кредитам. Эксперты отмечают, что снижение LIBOR напрямую связано с падением учетной ставки ФРС в Америке и ожидают ее дальнейшего снижения.

Минфин в ближайшее время не планирует выпускать внешние государственные долговые бумаги, так как хочет не только минимизировать процентные риски, но и ограничить негативное влияние внешних займов на динамику инфляции, которая по итогам I квартала достигла 9.7%. Кроме этого, Минфин ненавязчиво ограничивает привлечение госкомпаниями внешних займов, рекомендуя им отложить заимствования как минимум на второе полугодие.

Синдицированные кредиты украинских эмитентов в I квартале 2008 года

Эмитент	Сумма, $ млн	Срок кредита, мес.	Ставка по кредиту, б.п.
Банк Финансы и Кредит, 3.2008	70	12	LIBOR + 195
ИСД, 1, 3.2008	250	60	LIBOR + 245
ИСД, 2, 3.2008	100	60	LIBOR + 245
ПриватБанк, 3.2008	200	12	LIBOR + 75
Укрэксимбанк, 3.2008	345	12	6M LIBOR + 80
Всего	965		

РАДУЕТ ЛИШЬ КОРПОРАТИВНЫЙ СЕГМЕНТ

Более детально рассмотрим внутренний рынок и начнем с корпоративного сегмента — единственного продемонстрировавшего положительную динамику роста. По итогам I квартала 2008 года хочется остановиться на следующих основных моментах, касающихся корпоративного сегмента рынка облигаций Украины.

- На 31 марта 2008 года, по данным информационного агентства «Сбондс», в обращении находилось 1096 выпусков КО (из них «рыночных» — 349) на сумму 45.758 млрд грн. ($9.06 млрд).
- В I квартале 2008 было начато размещение 175 серий облигаций на общую сумму 7.28 млрд грн.
- В I квартале 2008 года из 175 начавших размещаться серий облигаций «рыночными» были 42 серии на сумму 3.79 млрд грн. (52.06%, больше половины от КО, размещающихся в первые месяцы 2008 года).
- Доля «рыночных» выпусков в I квартале 2008 года составила 53.99% от общего объема обращающихся облигаций (на 1% больше к предыдущему кварталу).
- Меньше половины всех обращающихся бумаг на 31.03.2008 приходится на «строительные» облигации — 42.37% (52.73% в 2007 году).
- В структуре рыночных выпусков на 31.03.2008 больше всего облигаций финансового сектора (40.06%), компаний торговли (8.31%) и пищевой промышленности (3.79%).
- Наибольший рост объемов отмечен среди облигаций строительного и финансового сектора экономики (преимущественно банки).
- Средний объем рыночных займов снизился I квартале 2008 года до 56.69 млн грн. с 60.38 млн грн. в IV квартале 2007 года.
- Уменьшение в 2007 году более чем в 2 раза к прошлому кварталу объема рыночных выпусков в целом и эмиссий объемами от 75 млн грн.
- В 2008 году мы ожидаем дальнейшего увеличения объемов рыночных займов при уменьшении объемов схемных выпусков.
- Последние годы мы наблюдаем четкую зависимость процентной ставки от объема выпуска.
- Сейчас для небольшого займа (5–10 млн грн.) простого эмитента можно ожидать доходность 17–19%, для крупного эмитента объемом 50–75 млн грн. — 14–16%, для банков с объемом 100–300 млн грн. — 11–13%.
- В начале этого года в связи с кризисом ликвидности на международном рынке можно будет ожидать повышения ставок в корпоративном секторе на 1–2%.

Структура корпоративных облигаций украинских эмитентов в обращении на 31.03.2008

Отрасль	Общее количествово выпусков	Объем, тыс. грн.	Доля, %	Количествово рыночных выпусков	Объем, тыс. грн.	Доля, %
Добывающая промышленность	8	459 700	1.00%	4	60 000	0.24%
Машиностроение	13	380 500	0.83%	11	355 500	1.44%
Металлургическая промышленность	9	730 000	1.60%	5	560 000	2.27%
Нефтегазовая отрасль	4	95 000	0.21%	4	95 000	0.38%
Пищевая промышленность	50	1 732 200	3.79%	48	1 712 200	6.93%
Строительство	670	19 383 440	42.37%	39	1 785 160	7.23%
Телекоммуникации	2	12 000	0.03%	0	0	0.00%
Торговля	109	3 800 624	8.31%	73	2 635 900	10.67%
Транспорт	14	488 220	1.07%	8	433 000	1.75%
Финансы	193	18 324 113	40.06%	136	16 778 811	67.94%
Химическая промышленность	21	320 500	0.70%	18	260 500	1.05%
Электроэнергетика	3	21 000	0.05%	3	21 000	0.09%
ВСЕГО	1096	45 747 297	100%	349	24 697 071	100%

Структура корпоративных облигаций украинских эмитентов, начавших размещаться в I квартале 2008 года

Отрасль	Общее количествово выпусков	Объем, тыс. грн.	Доля, %	Количествово рыночных выпусков	Объем, тыс. грн.	Доля, %
Добывающая промышленность	0	0	0.00%	0	0	0.00%
Машиностроение	1	50 000	0.69%	1	50 000	1.32%
Металлургическая промышленность	2	650 000	8.93%	2	650 000	17.16%
Нефтегазовая отрасль	0	0	0.00%	0	0	0.00%
Пищевая промышленность	5	262 500	3.61%	5	262 500	6.93%
Строительство	137	3 651 676	50.16%	7	190 000	5.02%
Телекоммуникации	1	10 000	0.14%	1	10 000	0.26%
Торговля	6	180 272	2.48%	3	150 000	3.96%
Транспорт	0	0	0.00%	0	0	0.00%
Финансы	20	2 155 000	29.60%	20	2 155 000	56.90%
Химическая промышленность	0	0	0.00%	0	0	0.00%
Электроэнергетика	3	320 000	4.40%	3	320 000	8.45%
ВСЕГО	175	7 279 448	100%	42	3 787 500	100%

Изменение структуры и среднего объема рыночных выпусков

	2004	2005	2006	2007	4 кв. 2007	1 кв. 2008
Всего рыночных выпусков, млн грн.	682.2	3 065.8	5 160.0	11 743.3	8 877.0	3 787.5
Всего рыночных выпусков, шт.	51	79	105	95	83	42
в том числе:						
объемом 0-10 млн грн., шт.	27	31	31	9	5	7
объемом 10-25 млн грн., шт.	18	20	21	18	13	4
объемом 25-45 млн грн., шт.	6	9	12	9	3	2
объемом 45-75 млн грн., шт.	0	11	22	13	24	11
объемом 75 млн грн. и более	0	8	19	46	38	18
Средний объем выпуска, млн грн.	13.38	38.81	49.14	67.81	60.38	56.69

Средняя доходность облигационных выпусков среди облигаций

	2003	2004	2005	2006	2007	I кв. 2008
объемом 0–10 млн грн., шт.	16.54%	17.09%	16.70%	15.65%	15.28%	14.57%
объемом 10–25 млн грн., шт.	15.10%	18.02%	15.70%	15.29%	15.08%	15.94%
объемом 25–45 млн грн., шт.	15.83%	15.66%	14.38%	14.77%	14.72%	14.00%
объемом 45–75 млн грн., шт.	12.00%	–	13.86%	14.25%	14.50%	14.73%
объемом 75 млн грн. и более	12.00%	–	11.87%	11.93%	12.86%	13.07%

В первом квартале 2008 года в сегменте муниципальных облигаций не состоялось ни одного размещения. Однако ряд городов сообщил о намерении заимствований за счет выпуска муниципальных облигаций. Так, Киев заявлял о желании рефинансировать свои еврооблигации на $150 млн в августе 2008 г. Однако неблагоприятная конъюнктура на мировом фондовом рынке и дороговизна заимствований на внешних рынках капитала вынуждают Киев во второй раз с 2003 года выпустить гривневые облигации. Киевский городской совет планирует выпуск приоритетных необеспеченных облигаций на сумму 1 250 млн грн. (около $250 млн) со сроком обращения 10 лет. Планируемая эмиссия облигаций на внутреннем рынке будет замещать задолженность, номинированную в долларах США, и уменьшит валютный риск. До конца года Львовский городской совет намерен выпустить пятилетние муниципальные облигации на 200 млн грн. под 12% годовых. Харьков уже получил в Минфине разрешение на выпуск муниципальных облигаций на рекордную для себя сумму — 505 млн грн. Запорожский горсовет намерен выпустить муниципальные облигации шестого внутреннего займа на сумму 60 млн грн. в течение 2008 года. Реализация планов по выпуску облигаций Киева, Харькова, Львова и Запорожья более чем в 4 раза увеличит текущий объем рынка муниципальных облигаций (607 млн грн.) до почти 3 млрд грн.

С начала года за счет размещения ОВГЗ привлечено 389 млн грн. На первый квартал был запланирован объем продаж ОВГЗ на уровне минимум 300 млн грн. в месяц, на весь 2008 год в целом — 7.8 млрд грн. Весьма вероятно, что годовой план по размещению ОВГЗ выполнен не будет. Минфин каждый второй четверг месяца проводит первичные аукционы по размещению ОВГЗ с погашением через пять (ставка — 8.7% годовых) и семь лет (8.9% годовых). С начала года все аукционы по размещению «длинных» бумаг завершились безрезультатно, что говорит о том, что инвесторам неинтересна доходность по ОВГЗ даже в районе 9% годовых. При отсутствии интереса со сто-

Результаты торгов облигациями в ПФТС в IV кв. 2007 – I кв. 2008 гг.

Облигации	Объем торгов, млн грн.	
	4 квартал 2007 г.	1 квартал 2008 г.
Корпоративные	7 125.27	4 969.98
Муниципальные	210.81	196.14
Государственные	1 282.82	780.89
Всего	8 618.90	5 947.01

роны инвесторов к облигациям ГИУ (имеют госгарантию) с доходностью 9.4% годовых ориентиром доходности для ОВГЗ могут служить ликвидные банковские облигации с доходностью 10–12% годовых. Это подтверждает быстрое размещение в полном объеме облигаций «Ощадбанка» на 200 млн грн. с доходностью размещения 10.5% годовых. Облигации госбанка были размещены за один месяц как среди отечественных финучреждений, так и среди нерезидентов. Это достаточно короткий срок, принимая во внимание неблагоприятную конъюнктуру на мировом и отечественном фондовых рынках.

ТОРГОВЦЫ БОНДАМИ РЕШИЛИ ОТДОХНУТЬ

В I квартале 2008 года объем торгов облигациями на вторичном рынке составил 5.95 млрд грн., что в 1.45 раза (или на 2.67 млрд грн.) меньше объема торгов в ПФТС за IV квартал 2007 года, когда объем торгов облигациями составили 8.62 млрд грн. По итогам первых трех месяцев 2008 года мы наблюдаем снижение объемов торгов в ПФТС во всех сегментах долгового рынка. Торги внутренними долгами муниципалитетов упали на 7%, торги корпоративными бондами сократились более чем на 30%, внутренними долгами Украины торговали в ПФТС почти на 40% меньше к IV кварталу 2007 года.

Лидерство в I квартале 2008 года по объему торгов в ПФТС в сегменте долговых ЦБ сохранил за собой рынок корпоративным облигаций. Объем торгов корпоративными бондами за три первых месяца 2008 года составил 4.97 млрд грн., что на 2.16 млрд грн. меньше объема торгов в предыдущем квартале. Крупнейшие сделки в корпоративном сегменте по итогам I квартала прошли с облигациями компаний: «Международный аэропорт «Борисполь» (серия В) — на общую сумму 272.36 млн грн., Укргазбанк (серия С) — на сумму 266.80 млн грн., «ДП Имидж Холдинг» (серия В) — на 239.46 млн грн.

Второе место по объему торгов, как и в последнем квартале 2007 года, занял рынок госбумаг. Объем торгов ОВГЗ за отчетный период составил 780.89 млн грн., что в 1.64 раза меньше, чем в итоговом квартале 2007 года. Крупнейшие сделки в I квартале 2008 года были заключены по ОВГЗ со сроком погашения 17.12.2008 — на общую сумму 455.44 млн грн., ОВГЗ со сроком погашения 30.12.2009 — на сумму 131.3 млн грн. и ОВГЗ со сроком погашения 03.09.2008 — на 66.79 млн грн.

Снова «пас задних» рынок муниципальных облигаций. За первые три месяца 2008 года объем торгов в ПФТС муниципальными бондами снизился до 196.14 млн грн. (210.81 млн грн. в IV квартале 2007 года). Лидерами торгов в сегменте муниципальных бондов в I квартале 2008 года стали: облигации Одесского горсовета (серии В) — на общую сумму 117.13 млн грн., Харьковского горсовета (серии А) — на сумму 33.58 млн грн. и Киевского горсовета (серии А) — на 23.19 млн грн.

Подводя итоги I квартала 2008 года, мы отмечаем, что некоторый позитив наблюдался только в сегменте корпоративных облигаций, в то время как внутренние государственные и муниципальные облигации не получили достаточного развития в первые месяцы 2008 года. Весьма вероятно, что в краткосрочной перспективе мы станем свидетелями роста внутреннего и внешнего государственного долга и развития муниципального сектора. В первом случае все будет зависеть, прежде всего, от политики Министерства финансов, которую определят стабилизация ситуации на международных финансовых рынках (в случае снижения ставок по внешним займам) и величина процентных ставок по ОВГЗ, которые Минфин сможет предложить рынку (в случае сохранения высоких ставок по внешним займам). Во втором случае все зависит от того, в каком объеме будут реализованы уже заявленные выпуски городов и как быстро они начнут привлекать ресурсы под проекты для подготовки к Евро-2012.

Основными игроками на облигационном рынке Украины в этом и следующем квартале 2008 года останутся, в отсутствие активного спроса со стороны иностранных инвесторов, коммерческие банки. Посильную помощь в торговле долговыми ценными бумагами в связи с возвращением третьего уровня листинга в ПФТС могут оказать инвестиционные и негосударственные пенсионные фонды. Многое также будет зависеть от величины процентных ставок, которые эмитенты смогут предложить рынку.