Эрик Найман,
начальник управления инвестиционно-банковских услуг, АКБ «Укрсоцбанк»

РЕКОРДЫ откладываются

2007 ГОД СТАЛ РЕКОРДНЫМ ДЛЯ УКРАИНСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ. КОТИРОВКИ АКЦИЙ ВЗЛЕТЕЛИ ДО ИСТОРИЧЕСКИХ МАКСИМУМОВ, КАК И ОБЪЕМЫ ВЫПУСКОВ НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ. ВОПРОС ТОЛЬКО — УДАСТСЯ ЛИ 2008 ГОДУ ПОВТОРИТЬ УСПЕХИ ГОДА МИНУВШЕГО. СУДЯ ПО ТОМУ, ЧТО ПРОИСХОДИТ СЕЙЧАС НА РЫНКЕ, РАССЧИТЫВАТЬ НА ЭТО НЕ СТОИТ.

На первичном рынке произошло очередное снижение доли рыночных облигаций — до 14% после 25% в 2006 году. Процветают закрытые выпуски для частного размещения, а также технические выпуски, в том числе так называемые «строительные облигации».

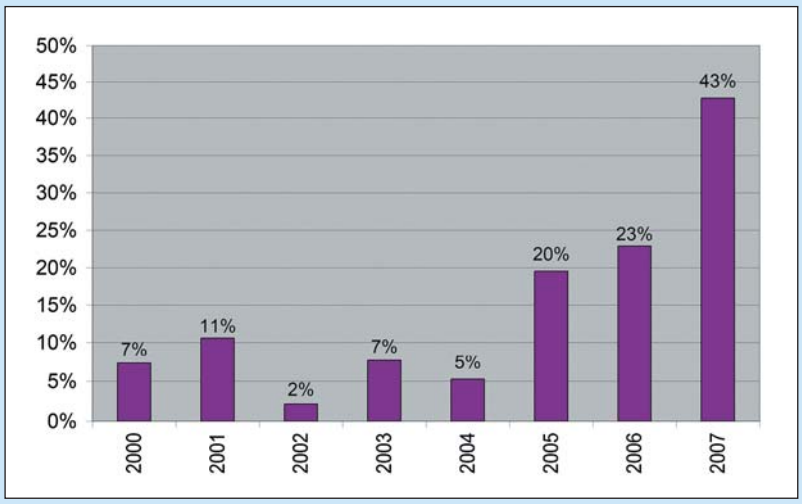
На протяжении 2007 года ГКЦБФР было зарегистрировано 989 выпусков облигаций предприятий и муниципальных облигаций на сумму 45.6 млрд грн. (в 2006 году 806 выпусков на сумму 22.2 млрд грн.). И почти половину от этой суммы (43.24%) эмитировали банки. Неудивительно поэтому, что тройка крупнейших эмитентов облигаций оказалась составлена также из банков:

1. ПриватБанк (2 млрд грн., 4 выпуска по 500 млн грн. каждый);
2. Укрсоцбанк (1.75 млрд грн., 2 выпуска на сумму 500 млн грн. каждый и 750 млн грн.).
3. Банк «Дельта» (1.25 млрд грн., 2 выпуска на сумму 500 млн грн. и 250 млн грн.).

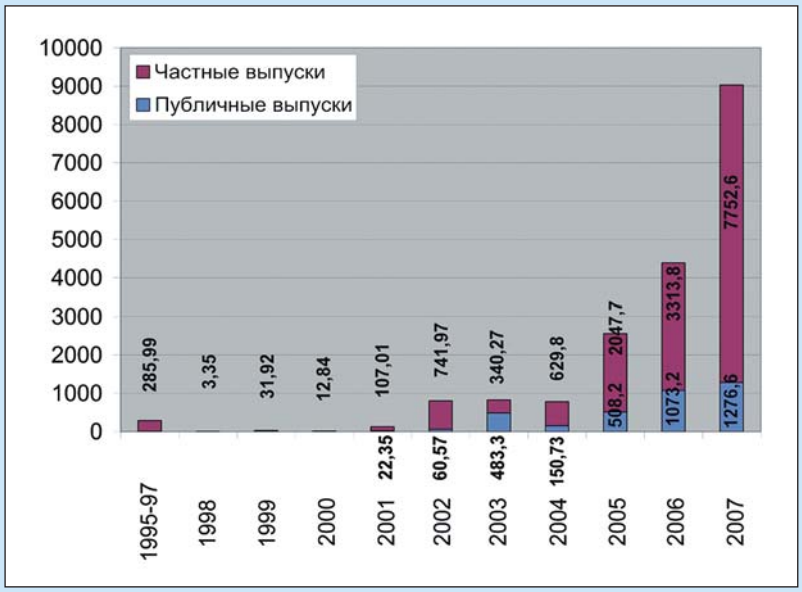
Однако в текущем году банковскому сектору вряд ли удастся повторить рыночные успехи прошлого года. Кризис доверия к финансовому сектору, захлестнувший западные рынки, не только обвалил котировки акций украинских банков на 30–50%, но и ограничил их возможности по размещению облигаций. Ведь не секрет, что подавляющую часть банковских ценных бумаг выкупали иностранные инвесторы. Впрочем, для крупных банков с иностранным капиталом текущая ситуация скорее пойдет на пользу, так как у них проблем с размещением наверняка не будет (как минимум помогут материнские банки), а долю рынка увеличить получится. Свое мнение мы основываем, в частности, на очередном успешном размещении облигаций Укрсоцбанка на сумму 500 млн грн., прошедшем в январе 2008 года, то есть в разгар кризиса, с эффективной доходностью 10%, то есть исторически минимальной доходностью для банка.

Вторую крупнейшую группу предприятий, которые эмитировали в Украине облигации, составили компании строительного сектора. Впрочем, точных цифр о том, какую долю от общей суммы они составили, нет. Этим компаниям в 2008 году может угрожать разве что охлаждение экономики и падение цен на недвижимость. Однако последнее вряд ли произойдет на фоне инфляции,

Объем новых эмиссий негосударственных облигаций, зарегистрированных ГКЦБФР, в разрезе публичных и частных выпусков облигаций, $ млн



Удельный вес банковских облигаций в общей сумме эмитированных облигаций



Источники: ГКЦБФР. Расчеты: АКБ «Укрсоцбанк»

составляющей более 20%. Так что по итогам уже текущего года строительные облигации могут выйти на первое место. Вот только к реальному рынку эти облигации не имеют никакого отношения, так как призваны всего лишь обслужить товарный оборот квадратных метров строящейся недвижимости.

Практически все объемы организованной вторичной торговли ценными бумагами, и в том числе облигациями, в Украине фиксируются в торговой системе ПФТС, доля которой составляет около 94% рынка ценных бумаг страны. Число участников торговой системы ПФТС постоянно растет как за счет увеличения украинских компаний, так и за счет открытия в стране филиалов крупнейших иностранных инвестиционных компаний. По состоянию на 1.01.2008 количество членов Фондовой биржи ПФТС выросло до 203. На начало 2007 года их количество составляло всего только 117 инвестиционных компаний и банков.

Объем торгов облигациями в ПФТС в прошлом году вырос всего на 5% и составил 21.6 млрд грн., в том числе корпоративными облигациями — 17.9 млрд грн., государственными — 2.9 млрд грн., муниципальными — 0.8 млн грн.

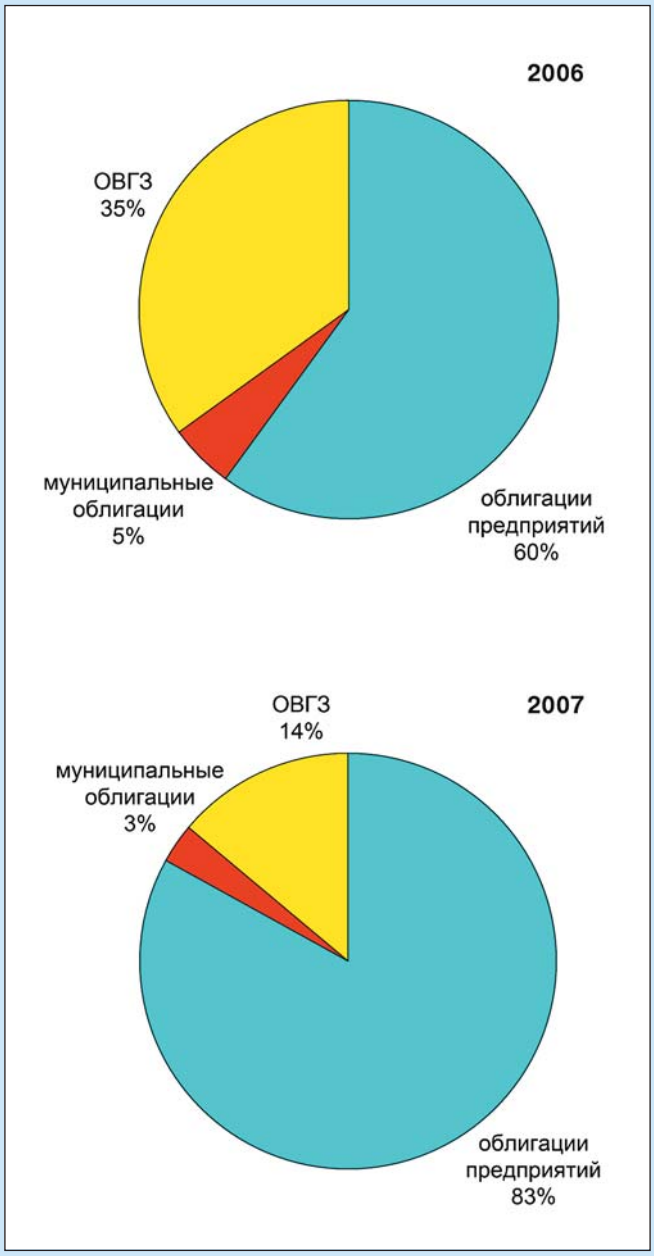
В структуре торгов значительно выросла доля облигаций предприятий — с 60% до 83%, в основном за счет ОВГЗ. Причина этого прозаична: Минфин пытался «заставить» рынок купить гособлигации с доходностью намного ниже рыночной — вплоть до 6–6.5% годовых при затребованных рынком не менее 8–9%. А следовательно, в портфелях украинских банков, а также инвесторов-нерезидентов значительно сократилась доля ОВГЗ. Банки переключились на облигации предприятий, активно используя их при проведении операций РЕПО. Классических сделок по обычной купле-продаже облигаций по-прежнему заключается мало.

В связи с этим прямые акцепты в ПФТС являются редкостью, да и биржа заключенных сделок не гарантирует, что существенно ограничивает возможности банков по торговле облигациями. Инвестиционные фонды хотя и постепенно увеличивают свою долю рынка, однако до сколько-нибудь заметного их влияния на объемные показатели и доходности инструментов с фиксированной доходностью им еще далеко. Рынок остается «телефонным», когда цену, объем и условия поставки бумаг банки оговаривают по телефону с учетом открытых лимитов друг на друга, а потом просто фиксируют уже заключенную сделку через ПФТС.

Если уж мы заговорили о вторичном рынке, то нельзя обойти проблемы ликвидности, ведь сегодня эмитенты этих ценных бумаг ждут от рынка более низких доходностей, нежели классическое кредитование. Однако этого можно достичь только за счет значительно более высокой ликвидности по сравнению с теми же кредитами. Однако реальность такова, что продать на вторичном рынке облигацию с адекватной доходностью крайне сложно. Потенциальных покупателей мало, круг их ограничен банками, которые «выбили» на кредитных комитетах лимит на указанную облигацию, также мало число фондов (и то при условии, что облигация имеет инвестиционный уровень рейтинга). Инвесторы-нерезиденты предпочитают купить и держать облигацию до погашения, так как для них важны также транзакционные издержки, которые очень велики при проведении частых сделок на украинском рынке ценных бумаг.

В начавшемся 2008 году ситуация на рынке облигаций еще больше ухудшилась. Банки столкнулись с двойной проблемой. С одной стороны, условия на внешних рынках не позволяют легко финансировать свой продолжающийся на значительном спросе со стороны корпоративных заемщиков и физлиц быстрый рост. С другой стороны, Минфин и НБУ начали активную борьбу

Структура торгов облигациями в ПФТС, %



Источник: ПФТС. Расчеты: АКБ «Укрсоцбанк»

Топ-5 корпоративных облигаций в ПФТС в 2007 году

№	Название эмитента
1	КБ «Хрещатик» (серия Е)
2	Киевгорстрой-1 (серия А)
3	ЛуАЗ (серия А)
4	«Дружба народов Новая» (серия В)
5	Международный аэропорт «Борисполь» (серия А)

Топ-5 государственных облигаций в ПФТС в 2007 году

№	Название эмитента
1	ОВГЗ (дата погашения – 2008-12-17)
2	ОВГЗ (дата погашения – 2009-12-30)
3	ОВГЗ (дата погашения – 2008-01-02)
4	ОВГЗ (дата погашения – 2009-09-02)
5	ОВГЗ (дата погашения – 2009-04-01)

Топ-5 муниципальных облигаций в ПФТС в 2007 году

№	Название эмитента
1	Харьковский городской совет (серия А)
2	Киевский городской совет
3	Одесский городской совет (серия В)
4	Донецкий городской совет (серия С)
5	Одесский городской совет (серия А)

с инфляцией, нормативно ухудшая возможности банков по наращиванию портфелей ценных бумаг, а также ограничивая темпы роста денежной массы. В таких условиях неизбежен рост процентных ставок по депозитам и кредитам. А это негативно скажется на активности эмитентов по выпуску облигаций.

К сожалению для наших крупнейших украинских компаний, в последнее время активно привлекавших ресурсы на зарубежных финансовых рынках путем выпуска еврооблигаций и синдицированных кредитов, им, как и банкам, будет сложнее это сделать в текущем году.

Итак, 2007 год стал для украинского рынка облигаций крупнейшим по объемам выпусков. Однако радости инвесторам и в целом экономике это принесло. Скорее наоборот, разочарование. Ведь объемные показатели были «накачаны» банками и строителями, а реальный сектор остался в стороне от «облигационного бума». Если отделить «мух от котлет», то окажется, что промышленные предприятия практически не увеличили объемы рыночных заимствований, осуществленных при помощи корпоративных облигаций. Причина этого кроется во все еще высоких уровнях доходности по облигациям, которые третий год подряд держатся на уровне 14–15% для большинства эмитентов, обладающих нормальной кредитоспособностью.

2008 год вряд ли переломит ситуацию. Процентные ставки скорее даже вырастут на 1–2%. А значит, промышленные предприятия будут еще в меньше степени заинтересованы в размещении облигаций. Вторичный рынок также будет еще менее интересен для банков, которые в условиях ограниченной ликвидности выберут другие объекты для проведения активных операций — кредитование физлиц и юрлиц с нормальными залогами. «Премия за ликвидность» в качестве бенефиса при покупке облигаций уже не работает в качестве приманки украинских банков.