**Александр Вальчишен,**
*начальник отдела анализа финансовых рынков,*
*АБ «ИНГ Банк Украина»*

# ГОСБУМАГИ попали под косвенное влияние

**ВНУТРЕННИЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ С ПРАКТИЧЕСКИ НЕВОЗМУТИМЫМ СПОКОЙСТВИЕМ ОТРЕАГИРОВАЛ НА ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС АВГУСТА 2007 ГОДА, КОТОРЫЙ ПОВЕРГ КРУПНЕЙШИХ ИГРОКОВ НА ГЛОБАЛЬНОМ РЫНКЕ КАПИТАЛОВ В ПУЧИНУ ПРОБЛЕМ С ЛИКВИДНОСТЬЮ, ДОВЕРИЯ ИНВЕСТОРОВ И КОНТРАГЕНТОВ. НАИБОЛЕЕ ЛИКВИДНЫЕ ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ — С ПОГАШЕНИЕМ В ДЕКАБРЕ 2009 ГОДА И В ДЕКАБРЕ 2008 ГОДА — ПРОДОЛЖАЛИ ТОРГОВАТЬСЯ НА ПРИВЫЧНЫХ ДЛЯ ВТОРОЙ ПОЛОВИНЫ ПРОШЛОГО ГОДА УРОВНЯХ, А ИМЕННО В ДИАПАЗОНЕ 6.5–7.5%. ВПРОЧЕМ, ДАЛЬШЕ ИГНОРИРОВАТЬ ПРОИСХОДЯЩЕЕ В МИРЕ РЫНОК НЕ СМОЖЕТ — УЖЕ СЕЙЧАС ДОХОДНОСТИ НАИБОЛЕЕ ЛИКВИДНЫХ ГОСБУМАГ НАХОДЯТСЯ НА УРОВНЕ 9.5–10%, А В ТРЕТЬЕМ КВАРТАЛЕ МОГУТ ВЫЙТИ НА УРОВЕНЬ И В 11% ГОДОВЫХ.**

Такое положение дел на то время, казалось бы, в который раз подтвердило укоренившуюся с недавних пор аксиому: внутренние финансовые рынки настолько малы и зарегулированы, что внешние экономические факторы не оказывают на них влияния. Однако в этот раз глобальные экономические тенденции и последствия глобального финансового кризиса все-таки находят отражение в динамике финансового рынка Украины (начиная с первого квартала текущего года), то есть воздействие все-таки оказывается, но с определенным лагом и в опосредованной форме.

Действительно, внутренние финансовые рынки все еще имеют несущественные размеры — ежедневный объем торгов на межбанковском валютном рынке составляет немного более $300 млн[1)], а совокупный объем внутренних государственных облигаций в обращении по состоянию на 24 марта 2008 г. был равен 8.8 млрд грн. ($1.74 млрд, или 1.2% от ВВП). Из последней суммы иностранным инвесторам принадлежит около 27%, или 2.4 млрд грн. ($0.5 млрд). При текущем уровне международных резервов ($32.5 млрд, или 22% от ВВП) Национальному банку не составило бы труда сгладить диспропорции на валютном рынке в случае тотальной репатриации иностранными инвесторами капитала и доходов от продажи или погашения государственных облигаций. Этот факт и ряд других, на мой взгляд, обеспечили отсутствие панического выхода иностранных инвесторов с внутреннего рынка и относительную ценовую стабильность на рынке во второй половине прошлого года.

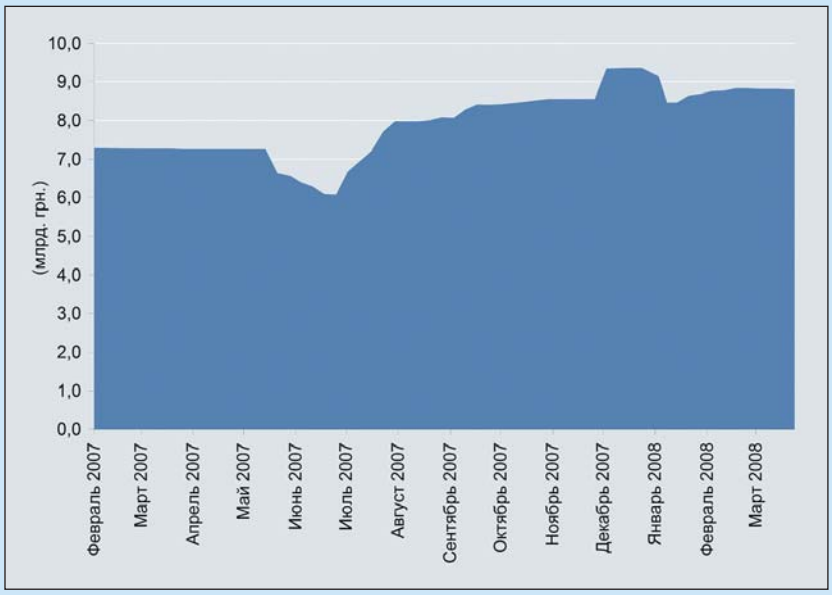
Более важными тенденциями, которые заложили основы текущего тренда на повышение доходности на рынке

[1)] *Средний объем торгов за последние 12 месяцев.*

ОВГЗ, являются ускоряющаяся инфляция и закрытие рынка еврооблигаций для банковского сектора.

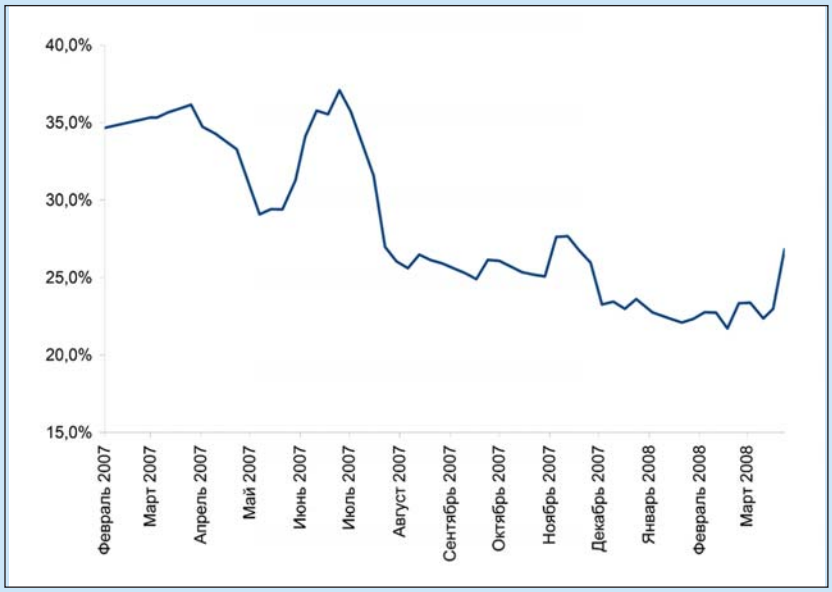
При этом феномен инфляции следует рассматривать не в узком представлении о ее внутренних корнях (то бишь в череде популистских заигрываний политиков у власти с избирателями в попытке обеспечить популярность накануне очередных выборов), а в широком представлении — принимая во внимание, во-первых, новый феномен более высокого спроса развивающихся стран на продовольствие, что в, свою очередь, подстегивает цены на продукты питания во всем мире и в Украине в том числе; во-вторых, девальвацию доллара против основных валют, что повлекло за собой дальнейшее удорожание сырьевых компонентов (от нефти до пшеницы); в-третьих, продолжающуюся активную индустриализацию в развивающихся странах Азии (в первую очередь в Китае), которая обусловила острый дефицит на сырье для индустриального потребления; в-четвертых, галопирующий прирост денежной массы (прирост 52% в год по состоянию на 31 декабря 2007 г., в первую очередь — из-за существенных интервенций НБУ по покупке иностранной валюты, $7.6 млрд в 2007 году) на межбанковском валютном рынке при де-факто привязке обменного курса к коридору 5–5.06/долл. Многие из перечисленных выше факторов имеют практически все шансы просуществовать в течение текущего года и перекинуться на следующий. Инфляция в странах еврозоны (3.5% в марте сего года) достигла шестнадцатилетнего максимума, что ставит знак вопроса над скорым разворотом в тенденции ослабления доллара против европейской валюты, так как разница в процентных ставках в этих двух валютах, как ожидается, будет в пользу сильного евро на протяжении всего текущего года. Что касается украинских монетарных властей, то здесь просматривается отход от практики проведения интервенций в коридоре 5–5.06/долл. к более широкому 4.95–5.25/долл., который прописан во всех последних программных документах по денежно-кредитной политике начиная с 2006 года[2]. Хотя практических интервенций в пределах последнего коридора зафиксировано еще было, но сам факт отсутствия интервенций НБУ при обменном курсе 4.91–5/долл. во второй половине марта сего года заставляет судить именно об этом.

*Объем облигаций внутреннего государственного долга (ОВГЗ) в обращении*




*Источник: ПФТС, АБ «ИНГ Банк Украина»*

*Доля иностранных инвесторов среди держателей ОВГЗ*



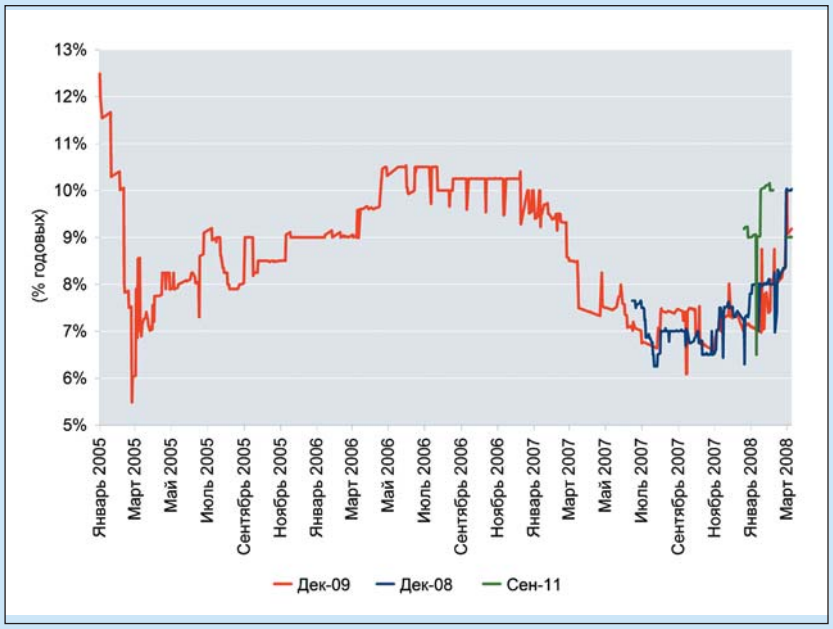

*Источник: Reuters, АБ «ИНГ Банк Украина»*

Именно ускорение инфляции, наметившееся еще в июне 2007 г., когда индекс потребительских цен возрос за месяц с 10.6% в мае до 13% в июне и 14.8% в октябре, подвинуло Национальный банк перейти все-таки к политике более дорогих денег для коммерческих банков и для экономики в целом. Хотя это произошло только в ноябре 2007 года (следует упомянуть, что НБУ во втором квартале 2007 года имел достаточно оптимистический взгляд на ожидаемую динамику макропоказателей — банк снизил учетную ставку на 50 б.п. до 8% в июне 2007 г.). В середине ноября прошлого года банк начал проводить аукционы по размещению депозитных сертификатов по достаточно привлекательной процентной ставке (7% на два месяца и 8% на три месяца) в условиях избыточной ликвидности банковской системы, о чем свидетельствуют низкие ставки на ресурсы овернайт в течение всего 2007 года (в среднем около 0.6%[3]).

[2] *Основные принципы денежно-кредитной политики на 2006, 2007 и 2008 гг. (www.bank.gov.ua)*

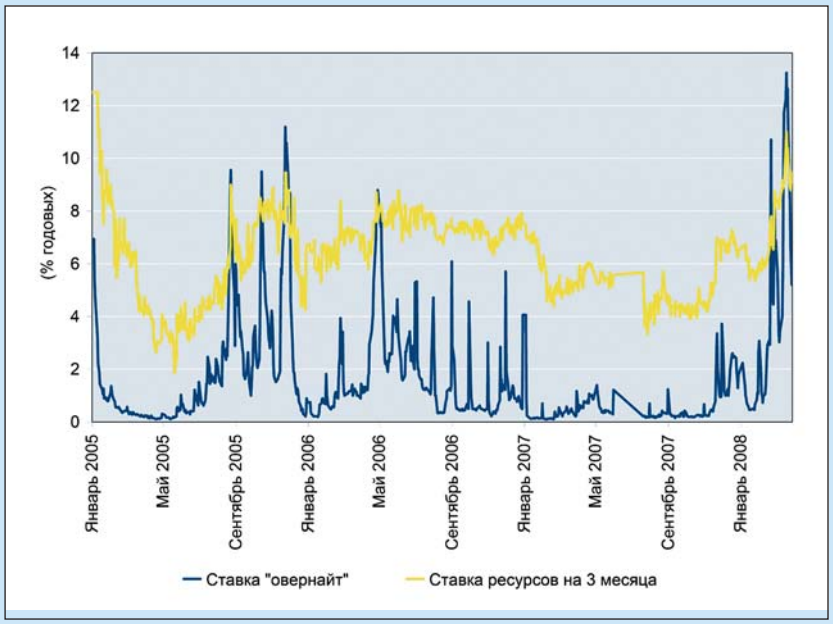
[3] *Среднее значение ставки овернайт KIEBID за 2007 год.*

*Доходность наиболее ликвидных ОВГЗ (с 1 января 2005 г.)*




*Источник: ПФТС, АБ «ИНГ Банк Украина»*

*Процентные ставки на межбанковском рынке кредитных ресурсов (с 1 января 2005 г.)*




*Источник: Reuters, АБ «ИНГ Банк Украина»*

В ноябре объем мобилизированных из банковской системы средств составил 20 млрд грн., или 25% от средств, привлеченных за январь-ноябрь 2007 г., что говорит о достаточно серьезном подходе банка к вопросу борьбы с избыточной ликвидностью. В целом, начиная с ноября 2007 г. по февраль 2008 г. НБУ объем мобилизированных средств составил 58 млрд грн. Параллельно правительство осуществило аккумулирование денежных средств на казначейском счете на сумму 14 млрд грн. по состоянию на 23 марта 2008 г., что практически соизмеримо с объемом средств коммерческих банков на корреспондентских счетах в НБУ (16 млрд грн. по состоянию на 31 марта 2008 г.).

Другим фактором усугубления проблем с ликвидностью банковской системы в условиях глобального кризиса стало фактическое закрытие рынка еврооблигаций — начиная с августа 2007 года никому из коммерческих банков не удалось выйти на рынок, все выпуски были отложены до подходящего момента. Финансовый кризис на развитых рынках спровоцировал бегство инвесторов из целых классов рисковых активов. В результате даже при снижающихся доходностях по казначейским облигациям США доходности по корпоративным облигациям даже возросли, указывая на более широкие спреды. В условиях более дорогого финансирования от иностранных инвесторов подпитка ликвидности украинского банковского сектора из зарубежных источников практически иссякла. Более того, существует серьезный риск предоставления иностранными инвесторами внутренних банковских облигаций к досрочному погашению, что может привнести новый импульс к росту процентных ставок на рынке межбанковского кредита (по нашим подсчетам, совокупный объем погашения и возможных исполнений оферт на досрочное погашение по внутренним корпоративным облигациям, выпущенным в основном банками, во втором квартале 2008 г. равен 1.5 млрд грн., в третьем квартале 2008 г. — 3.6 млрд грн., 5.5 млрд. грн. в четвертом квартале 2008 г., а на 2009 г. этот показатель равен 6.5 млрд грн.).

Поскольку банки являются основными держателями ОВГЗ (56% от общего объема), волатильность ставок на межбанковском кредитном рынке перехлестнулась на доходности государственных облигаций. На сегодняшний день доходности наиболее ликвидных ОВГЗ находятся на уровне 9.5–10%.

Динамика доходности на рынке ОВГЗ в текущем году будет зависеть от следующих факторов: насколько эффективными окажутся совместные действия правительства и НБУ по снижению прироста индекса потребительских цен, насколько быстро восстановится глобальный кредитный рынок и интерес инвесторов к банковским еврооблигациям украинских банков, какими будут параметры бюджета, его пересмотр и его выполнение.

Относительно первых двух факторов, на мой взгляд, нет особого оптимизма по поводу скорого перелома текущих тенденций. Украинская экономика продолжает импортировать инфляцию в условиях растущих цен на энергоносители и сталь, кроме того, социальная направленность бюджетных нововведений подстегивает спрос, который опережает предложение. По нашим подсчетам, индекс цен потребителей имеет все шансы завершить год на уровне 15–16%, если сохранится

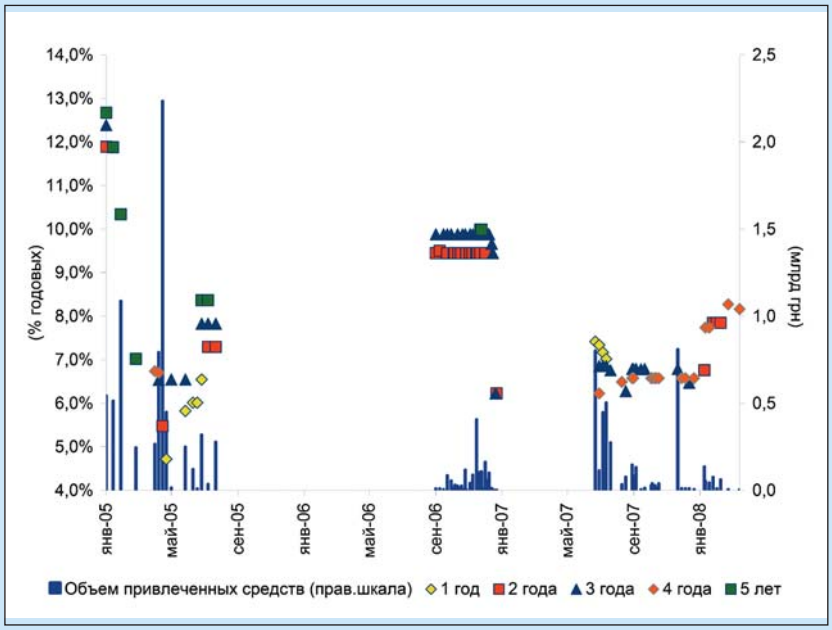
подход НБУ по жесткой привязке национальной валюты к доллару США в коридоре 5–5.06/долл. Как уже было упомянуто выше, НБУ позволил обменному курсу кратковременно укрепиться за пределы данного коридора, что вселяет осторожный оптимизм относительно будущей способности экономики мягче адаптироваться к неизбежным скачкам цен на сырьевых рынках, а соответственно, снизить ценовые колебания на внутреннем рынке. Однако НБУ, похоже, будет предельно осторожен в предоставлении рынку большей свободы в определении курса гривны в текущем году, хотя наш базовый сценарий на этот год подразумевает расширение коридора до 4.95–5.25/долл., при этом курс гривны достигнет 4.95/долл. в декабре.

Касательно внешнего рынка заимствований — наверное, наиболее важного источника финансирования в 2005–2006 гг. и в первой половине 2007 г., — то здесь также преобладает все еще пессимизм. Повсеместно цены на корпоративные еврооблигации после осеннего обвала находятся на том же уровне — как правило, ниже (иногда глубоко ниже) номинала, — и еврооблигации украинских эмитентов не являются исключением. Возможно, отложенные с прошлого года на осень 2008 года выпуски еврооблигаций украинских банков будут также заведомо перенесены еще дальше — на 2009 год. Дело в том, что конъюнктура глобального рынка только ухудшается.

Согласно закону о государственном бюджете на 2008 год, правительству предписано осуществить заимствования с рынка облигаций в объеме 14.4 млрд грн., включая 7.8 млрд грн. с внутреннего рынка и 6.6 млрд грн. путем выпуска еврооблигаций. Хотя в законе есть пункт о внешних заимствованиях, правительство уже неоднократно подчеркивало свое намерение отказаться именно от внешних займов, выручив ту же сумму с внутреннего рынка. Таким образом правительство намеревается избежать увеличения денежной массы от конвертации средств, вырученных от продажи еврооблигаций, в гривну. В результате правительству придется заимствовать с внутреннего рынка все 14.4 млрд грн. в 2008 году. Задача, на мой взгляд, сложная с учетом текущей ценовой политики Министерства финансов Украины на первичных аукционах, так как с начала года правительству удалось привлечь всего 0.4 млрд грн. Такой темп с заимствованиями означает либо отсутствие экстренной потребности в финансировании, так как основная доля бюджетного дефицита, как правило, приходится на четвертый квартал календарного года, либо расчет правительства на активную приватизацию, заявленные масштабы которой на этот год являются наиболее амбициозными для всех правительств, находившихся у власти на протяжении последних пяти лет. Так, среди предприятий, заявленных к приватизации, числятся ОАО «Укртелем», ОАО «Турбоатом», Одесский припортовый завод, тепловые электростанции и областные дистрибьюторы электроэнергии. Совокупная рыночная капитализации этих предприятий указывает на то, что правительство, возможно, сможет выручить средства, которые существенно превысят 8.9 млрд грн. ($1.8 млрд), которые заложены в закон о бюджете на 2008 год. Пока политические склоки вокруг приватизации не открывают правительству прямую дорогу к реализации приватизационных аукционов. И затягивание политических дискуссий и откладывание на потом самих приватизационных аукционов могут развеять надежды правительства по успешному покрытию бюджетного дефицита в условиях дефицита ликвидности в банковской системе и охлаждения интереса иностранных инвесторов к внутреннему рынку в условиях продолжающегося кризиса на глобальном долговом рынке.

Наш базовый сценарий подразумевает все-таки подвижки по приватизации, которая снимет с правительства задачу существенных заимствований с внутреннего рынка. При этом политика обменного курса НБУ будет концентрироваться вокруг коридора 4.95–5.25/долл., что само по себе означает допущение более свободного курсообразования на валютном рынке. Структура платежного баланса на 2008 год останется благоприятной для национальной денежной единицы, даже несмотря на все еще сильный внутренний спрос на импортные товары, так как цены на сталь и продукты питания продолжают расти на внешних рынках. А приток прямых иностранных инвестиций в финансовый и промышленный сектор, в том числе благодаря и приватизации, покроет торговый дефицит. Прочные фундаментальные факторы и более высокая волатильность обменного курса, на наш взгляд, будут способны привлечь иностранных инвесторов на рынок ОВГЗ. Министерством финансов будет предложено на рынок облигаций на общую сумму 7–10 млрд грн., при этом доходности по гособлигациям достигнут пика 10–11% в третьем квартале этого года и смогут снизиться к уровням 9–10% к концу года именно благодаря приходу денег иностранных инвесторов. ©

*Первичные размещения ОВГЗ: доходности и привлеченные средства (с 1 января 2005 г.)*




*Источник: Министерство финансов Украины, АБ «ИНГ Банк Украина»*