# Под ПЯТОЙ инфляции

*Павел Мурга*

**В ПЕРВОЙ ПОЛОВИНЕ 2008 ГОДА УКРАИНСКИЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК НАХОДИЛСЯ ПОД ДАВЛЕНИЕМ КАК ВНЕШНИХ, ТАК И ВНУТРЕННИХ НЕГАТИВНЫХ ФАКТОРОВ. И ХОТЯ РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ С НАЧАЛА ГОДА И ВЫРОС НА ТРЕТЬ, А НЕКОТОРЫЕ БАНКИ ДАЖЕ СУМЕЛИ ВЕСНОЙ ПРИВЛЕЧЬ ДЕНЕЖНЫЕ РЕСУРСЫ ЗА РУБЕЖОМ, В ЦЕЛОМ СИТУАЦИЯ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ СТРАНЫ ОСТАЕТСЯ КРАЙНЕ ТЯЖЕЛОЙ, И ЕСЛИ СИТУАЦИЯ НА МИРОВЫХ РЫНКАХ НЕ ИСПРАВИТСЯ В БЛИЖАЙШИЕ ДВА-ТРИ МЕСЯЦА, ТО ЕГО УЧАСТНИКОВ ЖДУТ ТЯЖЕЛЫЕ ВРЕМЕНА.**

Внутренними негативными факторами с начала нынешнего года стали: самая высокая инфляция не только по Европе, но и среди стран СНГ — 15.5% за 6 месяцев; антиинфляционная политика Нацбанка Украины по укреплению гривны за счет сжатия денежной массы; низкая ликвидность банковской системы Украины. В дефиците гривны на рынке Нацбанк винит бюджетную политику: доходы бюджета, полученные сверх плана, остаются в Госказначействе (в середине мая их размер превысил 27 млрд грн.), что снижает гривневую ликвидность. Наиболее остро проблема низкой ликвидности в финансовой системе и роста ставок по межбанковским кредитам проявилась в апреле. Так, средняя стоимость кредитов овернайт на межбанке в начале и конце месяца составляла 17–20%, а в середине месяца доходила до максимальных в первом полугодии 35–40% годовых. При этом остатки средств на корсчетах комбанков снижались на протяжении первой половины месяца с 15.5 млрд грн. до минимальных в первом полугодии 13 млрд грн.

А с начала мая в банковскую систему стали возвращаться деньги. НБУ в апреле рефинансировал банки на 12.92 млрд грн., а в мае его объем рефинансирования составил рекордные 16.5 млрд грн., но это не помогало. Снижение остатков на корсчетах в июне до 14 млрд грн. сопровождалось повышением процентных ставок на ресурсном рынке. По официальным данным НБУ, кредит овернайт стоил от 14.6% до 17.7%. По неофициальной информации, цена ресурса доходила до 22–25% годовых. В моменты снижения ликвидности и роста цены овернайта до 20% Нацбанк проводил интервенции на валютном рынке и выдавал много рефинансирования. В июне Нацбанк рефинансировал комбанки на 10.7 млрд грн., а остатки на их корсчетах на протяжении июля выросли с 17 млрд грн. до 18–20 млрд грн., что более чем достаточно для полноценной работы фининститутов. Ставки по кредитам овернайт в июле снизились до уровней, которые мы не видели уже несколько месяцев, и находились на протяжении месяца в пределах 3–4% годовых. Ставки снижались по мере поступления денег на корсчета банков. Однако при этом некоторые банки брали у Национального банка рефинансирование под 16% годовых.

Намереваясь и в дальнейшем поддерживать ликвидность банковской системы, Нацбанк на третий квартал значительно расширил список инструментов, под залог которых готов рефинансировать банки. В июле-сентябре текущего года НБУ будет принимать в обеспечение при рефинансировании банков гособлигации, депозитные сертификаты НБУ, облигации ГИУ, местных советов и предприятий, учтенные банками векселя субъектов хозяйствования, векселя банков, авалированные другими банками, акции банков. Недавно стало известно, что Нацбанк решил сохранить возможность выдавать деньги под залог акций, и у банков останется возможность получать рефинансирование под залог собственных акций в размере до 90% их стоимости на последнюю отчетную дату. Напомним, что с конца апреля (на протяжении трех месяцев) НБУ выдавал рефинансирование под залог пакета акций банка. На первом же объявленном аукционе была подана заявка. По неофициальным данным, на сегодняшний день уже семь финучреждений получили деньги под залог акций.

Внешними факторами с начала года остаются кризис ликвидности и высокие кредитные ставки на международных рынках капитала. Так как заимствования на внешних рынках с середины прошлого года практически прекратились ввиду существенного удорожания ресурса, банки «черпали» ресурсы на внутреннем рынке. Пополнение ресурсной базы в первом полугодии происходило за счет привлечения средств на депозиты и продажи облигаций финучреждений. В первой половине этого года было размещено облигаций банковского сектора на 2.23 млрд грн. из заявленных 5.43 млрд грн. 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. Также существенно вырос еще один важный показатель жизнеспособности банковской системы. Собственный капитал финучреждений увеличился на 15.1 млрд грн., или на 21.7%, и составил 84.7 млрд грн. Это увеличение произошло за счет роста уставного капитала на 10.4 млрд грн. Дефицит заемных ресурсов для проведения активных операций заставил банки обращаться за поддержкой к своим акционерам более энергично.

Еще одной существенной проблемой, с которой в краткосрочной перспективе могут столкнуться банки, может стать обслуживание и погашение внешних долгов в 2008 году. Украинские компании и банки в 2008 году должны уплатить по внешним долгам почти $7 млрд, из них более

$4 млрд во втором полугодии. В случае продолжения кризисных событий на международных финансовых рынках те банки Украины, что не имеют возможности фондирования за счет иностранных «материнских» структур, могут столкнуться с проблемами выполнения обязательств по имеющимся внешним займам.

Общий объем внутреннего облигационного рынка на конец второго квартала 2008 г. вырос до 59.3 млрд грн. ($12.2 млрд). Это произошло благодаря тому, что объем рынка корпоративных облигаций, единственного сегмента, показавшего с начала 2008 года рост, увеличился на 32%, или на 12.3 млрд грн. В то же время объемы рынков внутренних государственных и муниципальных облигаций снизились с начала года. Снижение объемов произошло за счет погашения в первом полугодии муниципальных и государственных облигаций на 100 млн грн. и 2.59 млрд грн. соответственно. По итогам полугодия структура украинского рынка долговых ценных бумаг имела следующий вид: 86.1% рынка по объему в обращении составляли корпоративные облигации, 13.0% — государственные, 0.9% — муниципальные облигации. Также хотелось бы отметить, что наиболее важный для нас показатель — объем «рыночных» выпусков облигаций в обращении — вырос с начала года на 33.7% до почти 28 млрд грн. И в случае сохранения данного тренда можно ожидать по итогам года удвоения объема рыночных КО в обращении.

В первом полугодии 2008 года мы отмечаем некоторый прирост внешних заимствований. В апреле-мае развивающиеся рынки стали вновь интересны для инвесторов. Удачной конъюнктурой дважды воспользовался Альфа-Банк (Украина). В апреле 2008 года Альфа-Банк (Украина) продал свои евробонды сроком на один год на сумму $100 млн со ставкой 9.75%. В мае Альфа-Банк (Украина) доразместил трехлетние бонды на сумму $250 млн под 9.25%. Но нельзя сказать, что цена капитала упала. В частности, компания «XXI век» продала еврооблигации на $150 млн под 7% годовых. Сверхнизкая ставка объясняется тем, что компания пошла на схему, которая считается невыгодной для эмитента. Вместе с евробондами она выпустила варранты — опционы, которые дают право купить ее акции. Обмен состоится 25 августа 2008 года, а до тех пор «супердешевые» деньги будут законсервированы. После окончания процедуры обмена ставка будет составлять уже 14% годовых.

ПриватБанк первым среди украинских банков осуществил секьюритизацию портфеля автокредитов, разместив еврооблигации на $104.5 млн. В рамках данной сделки бумаги были выпущены двумя сериями. Объем выпуска бумаг первой серии — $85.8 млн, доходность — трехмесячный LIBOR + 5.5% годовых. Объем выпуска бумаг второй серии — $18.7 млн, доходность — трехмесячный LIBOR + 7.5% годовых. Данная сделка является второй для ПриватБанка в сегменте секьюритизации активов — она обеспечивает меньшую ставку, чем при обычных евробондах, за счет ликвидного залога. Также в первом полугодии состоялось погашение «Союз-Виктана» на $70 млн и Укрсоцбанка на $100 млн.

Уже в начале третьего квартала 2008 года ставки на внешних рынках значительно выросли. Под рекордно высокие 12% годовых Альфа-Банк (Украина) продал свои трехлетние евробонды на $250 млн. Привлеченные средства банк направит на развитие розничного кредитования —

**Динамика ключевых показателей украинского облигационного рынка**

| Показатель | на 31.12.05 | на 31.12.06 | на 31.12.07 | на 31.03.08 | на 30.06.08 |
|---|---|---|---|---|---|
| Объем рынка гособлигаций, млн грн. | 11 668 | 9 561 | 10 285 | 8 437 | 7 699 |
| — объем рынка ОВГЗ | 9 978 | 8 256 | 9 365 | 7 517 | 6779 |
| — объем рынка НДС-облигаций (1 и 2 серии) | 1 690 | 1 305 | 920 | 920 | 920 |
| Объем рынка корпоративных облигаций (КО), млн грн. | 13 503 | 20 337 | 38 797 | 45 747 | 51 056 |
| количество эмиссий КО, шт. | 515 | 704 | 961 | 1 096 | 1 157 |
| в том числе «рыночные» КО | 4 098 | 8 574 | 20 646 | 24 697 | 27 610 |
| Количество «рыночных» эмиссий КО, шт. | 163 | 248 | 320 | 349 | 363 |
| — КО нефинансовых корпораций | 2 743 | 5 286 | 7 317 | 7 918 | 7 378 |
| — КО банков | 1 355 | 3 288 | 13 329 | 16 779 | 20 232 |
| Объем рынка муниципальных облигаций, млн грн. | 520 | 579 | 607 | 607 | 507 |
| Объем внутреннего рынка облигаций, млн грн. | 25 691 | 30 037 | 49 689 | 54 791 | 59 262 |
| Объем рынка еврооблигаций украинских эмитентов, $ млн | 8 388 | 12 604 | 14 193 | 14 123 | 14 699 |
| — суверенные еврооблигации | 5 280 | 7 426 | 6 099 | 6 099 | 6 099 |
| — корпоративные еврооблигации | 2 508 | 4 578 | 7 244 | 7 174 | 7750 |
| — муниципальные еврооблигации | 600 | 600 | 850 | 850 | 850 |
| количество эмиссий еврооблигаций, шт. | 24 | 37 | 49 | 48 | 53 |

самого дорогого на рынке. Условия данного размещения подтверждают, что этим летом произошло резкое ухудшение конъюнктуры на внешнем долговом рынке для украинских банков. Также в июле УкрСиббанк привлек заем на $250 млн под 9.25%, при том что ожидал получить $500 млн под 8% годовых. На такие высокие ставки банки вынуждены соглашаться из-за пресловутого дефицита средств. УкрСиббанк намерен в ближайшее время привлечь клубный кредит на общую сумму $2 млрд. Ряд банков также озвучил свои планы на 2008 год по крупным заимствованиям на внешнем рынке: Укрсоцбанк намерен привлечь $2.6 млрд, Укрэксимбанк — $1.2 млрд. Однако все они переносят сроки размещения минимум на осень 2008 года.

Из-за неблагоприятной конъюнктуры рынка откладывает свой выход на внешний рынок и Минфин. В отсутствие значительных привлечений от приватизации и от размещения облигаций внутреннего государственного займа в июне Министерство финансов начало проведение road show еврооблигаций на сумму от $500 млн. Если бы Украина продала свои евробонды сегодня, то ей бы пришлось заплатить большую доходность, чем если бы выпуск осуществлялся в мае. Несмотря на то что условия на рынке сегодня не самые лучшие, эксперты прогнозируют удачное размещение суверенных еврооблигаций. В рамках данного размещения Минфин намерен привлечь $0.5–1.6 млрд. Однако вряд ли Минфин до осени выпустит евробонды, так как он хочет не только минимизировать процентные риски, но и ограничить негативное влияние внешних займов на динамику инфляции. Кроме этого, Минфин как бы ненавязчиво ограничивал привлечение госкомпаниями внешних займов, рекомендуя им отложить заимствования как минимум на второе полугодие.

Более детально рассмотрим внутренний рынок и начнем с корпоративного сегмента как единственного продемонстрировавшего положительную динамику роста. По итогам первого полугодия 2008 года хочется остановиться на нескольких основных моментах, касающихся корпоративного сегмента рынка облигаций Украины.

- На 30 июня 2008 года, по данным ИА «Сбондс», в обращении находилось 1157 выпусков КО на сумму 51.06 млрд грн. ($10.53 млрд).
- В первом полугодии 2008 было начато размещение 309 серий облигаций на общую сумму 15.61 млрд грн.
- В первом полугодии 2008 года из 309 серий облигаций, начавших размещаться, «рыночной» была 81 серия на сумму 9.13 млрд грн. (58.47% от КО, размещающихся с начала 2008 года).
- Доля «рыночных» выпусков в первом полугодии 2008 года составила 54.08% от общего объема обращающихся облигаций (на 1% больше с начала года).
- В структуре рыночных выпусков на 30.06.2008 больше всего облигаций финансового сектора (68.00%), компаний торговли (10.31%) и пищевой промышленности (6.64%).
- Наибольший рост объемов отмечен среди облигаций строительного и финансового сектора экономики.
- В 2008 году мы ожидаем дальнейшего увеличения объемов рыночных займов при уменьшении объемов схемных выпусков.
- Сейчас для небольшого займа (5–10 млн грн.) простого эмитента можно ожидать доходность 16–20%, для крупного эмитента с выпуском объемом 50–75 млн грн. — 14–17%, для банков с выпуском объемом 100–500 млн грн. — 13–15%.
- Во второй половине этого года в связи с затянувшимся кризисом ликвидности на международном рынке и высоким прогнозируемым значением инфляции по итогам года можно ожидать повышения ставок по отдельным эмитентам на 2–3%.

На внутреннем рынке дефицит гривны вынудил банки распродавать облигации, которые находились в их инвестиционных портфелях. В первом квартале этого года финучреждения предъявили к оферте облигаций на сумму 1.7 млрд грн. В этих условиях многие компании, чтобы не получить свои облигации по оферте, вынуждены были поднимать купонные ставки по облигациям. При сегодняшней ситуации на внутреннем долговом рынке даже банки по своим бондам вынуждены поднимать купонные ставки до уровней, которые еще недавно предлагали компании корпоративного сектора. Купив сегодня банковские облигации, можно ожидать доходность на уровне 13–17% годовых, в зависимости от величины банка и объема выпуска. Приобретая облигации корпораций, инвестор может рассчитывать на получение дохода от 15% до 20% годовых в гривне.

Компаниям, которые хотят выпустить корпоративные облигации, с середины апреля пришлось умерить свои аппетиты. 12 апреля 2008 г. вступила в силу норма Закона «О ценных бумагах и фондовом рынке», которая ограничивает объем эмиссий облигаций компаний тремя собственными капиталами или размером обеспечения, предоставленного третьими лицами. Данные нововведения преследуют цель повысить качество долговых обязательств и снизить объемы заимствований частным сектором экономики. Эти поправки в Закон были призваны устранить возможность неограниченной эмиссии строительных облигаций.

Эмитенты, которые зарегистрировали наибольшие объемы выпусков облигаций в первом полугодии 2008 года: Укрсоцбанк (1000 млн грн.), Райффайзен Банк Аваль (700 млн грн.), «Донецксталь-металлургический завод» (600 млн грн.), «Одессаоблэнерго» (500 млн грн.).

В первом полугодии 2008 года в сегменте муниципальных облигаций началось одно размещение и состоялось одно погашение. Северодонецкий городской совет (Луганская область) начал продавать под 14% годовых пятилетние облигации на 20 млн грн. Город Харьков погасил трехлетние облигации на сумму 100 млн грн.

В начале третьего квартала 2008 года состоялось три размещения муниципалитетов. В августе 2008 года банк «Хрещатик» выпустил облигации Винницкого городского совета серии F на сумму 10 млн грн. сроком на 3 года и 5 месяцев со ставкой доходности на уровне 17.88% годовых. Банк «Форум» полностью разместил выпуск облигаций Луцкого горсовета тремя сериями на общую сумму 30 млн грн. Бориспольский городской совет (Киевская область) продал пятилетние муниципальные облигации на сумму 9 млн грн. с доходностью 13.5%.

В сегменте муниципальных облигаций мы ожидаем в ближайшее время размещение на внутреннем рынке облигаций Львовского городского совета серии С на сумму 200 млн грн. Киевский городской совет планирует выпуск приоритетных необеспеченных облигаций на сумму 1250 млн грн. (около $250 млн) со сроком обращения 10 лет. Процентная ставка по займу на внутреннем рынке, по расчетам Киевсовета, должна составлять не более 12.5% годовых, если заем будет привлечен сроком на 3 года, не более 14% для займа на 4 года, не более 16.5% для займа на 5 лет. Цель привлечения займов — финансирование строительства Подольского моста, метрополитена, реконструкции линии

скоростного трамвая. Готовятся к выпуску тремя сериями и облигации города Запорожья на общую сумму 60 млн грн. Андеррайтер выпуска — банк «Форум». Купонная ставка по всем сериям — до 12% годовых. Дебютные облигации Николаева на сумму 50 млн грн. будут выпущены также тремя сериями: на два, три и пять лет по ставке не выше 13% годовых. Также в 2008 году город Ивано-Франковск намерен выпустить облигации внутреннего местного займа на 16 млн грн. Очень хочет выпустить облигации на 300 млн грн. или привлечь средства с помощью внешнего займа (в эквиваленте) Одесский городской совет. Однако Одесса не может этого сделать, так как Минфин никак не подпишет разрешение на данное заимствование. Харьков уже получил в Минфине разрешение на выпуск облигаций на рекордную для себя сумму — 505 млн грн. В августе Харьков планирует получить первый транш муниципального займа в размере 200 млн грн. из 505 млн грн. Донецкий горсовет выпустит облигации муниципального займа на 75 млн грн., хотя Минфин разрешил городу одолжить 80 млн грн. Реализация планов по выпуску облигаций Киева, Харькова, Львова, Донецка и Запорожья в разы увеличит объем рынка муниципальных облигаций.

Внутри Украины в первом полугодии удалось разместить ОВГЗ всего лишь на сумму 436.18 млн грн. из запланированных 7.776 млрд грн. На первый квартал было намечено проведение 36 аукционов по продаже ОВГЗ. Но многие из них не состоялись — первые полтора месяца банки не хотели покупать бумаги из-за низкой доходности, затем — из-за недостатка денег. Во втором квартале мы наблюдали практически полное равнодушие инвесторов к облигациям внутреннего государственного займа. За апрель-июнь этого года состоялось всего два аукциона по размещению ОВГЗ. В мае Минфин продал трехлетние бумаги с доходностью 7.9% годовых на сумму 10.58 млн грн., а в июне — на 37.20 млн грн. Минфин также предлагал к продаже двухлетние облигации, однако разместить их не смог. Таким образом, есть основания предполагать, что годовой план по размещению ОВГЗ не будет выполнен. Невзирая на рост инфляции и дороговизну кредитных ресурсов, Минфин намерен сохранить ставки по ОВГЗ на прежнем уровне — 7.7–7.9% годовых по двух- и трехлетним бумагам. При этом в третьем квартале этого года Минфин планирует продавать облигаций на сумму не менее 300 млн грн. ежемесячно. В июле-сентябре 2008 года Министерство финансов по-прежнему будет предлагать инвесторам ОВГЗ с погашением 5 мая 2010 года и 28 сентября 2011 года. Данные выпуски гособлигаций будут доразмещаться, пока общий объем каждой эмиссии будет не меньше 1 млрд грн. Аукционы будут проводиться по понедельникам.

**Результаты торгов облигациями в ПФТС в I квартале и в I половине 2008 года**

| Облигации | Объем торгов, млн грн. | |
|---|---|---|
| | 1 квартал 2008 г. | 1 полугодие 2008 г. |
| Корпоративные | 4 969.98 | 11 491.65 |
| Муниципальные | 196.14 | 415.72 |
| Государственные | 780.89 | 1 389.04 |
| Всего | 5 947.01 | 13 296.41 |

В начале третьего квартала 2008 года нерезиденты распродали ОВГЗ на сумму 391.93 млн грн. Всего же с апреля зарубежные инвесторы уменьшили портфель гособлигаций почти вдвое — с максимума в 2.5 млрд грн. на 7.04.2008 до минимального за последние два года уровня в 1.3 млрд грн. на 07.07.2008. За этот же период украинские банки увеличили портфель внутренних гособлигаций на 433.41 млн грн. до 5.759 млрд грн. Нацбанк объясняет распродажу нерезидентами госбумаг снижением рейтинга Украины агентством S&P. Банкиры считают, что нерезиденты продавали облигации с погашением в ближайшие месяцы. Дилеры уверены, что инвесторы пытались поспешно зафиксировать максимальную прибыль, когда доллар на межбанке можно купить по 4.6 грн. Таким образом, есть основания предполагать, что нерезиденты продолжат выходить из украинских госбумаг. С начала года все аукционы по размещению «длинных» бумаг с доходностью 8.7–8.9% годовых завершились безрезультатно, что говорит о том, что инвесторам неинтересна доходность по ОВГЗ даже в районе 9% годовых. При отсутствии интереса со стороны инвесторов к облигациям ГИУ (имеют госгарантию) с доходностью 9.4% годовых ориентиром доходности для ОВГЗ могут служить ликвидные банковские облигации с доходностью 11–12% 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.

Подводя итоги, 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 первой половине 2008 года. Одной из главных причин такого результата является низкий внутренний спрос по муниципальным и государственным облигациям, который объясняется низким уровнем доходностей, предложенных ЦБ и не покрывающих уровень инфляции. Во второй половине года мы, впрочем, ожидаем прироста внешнего государственного долга и развития сектора муниципальных облигаций. В первом случае это становится очевидным ввиду нежелания Министерства финансов повышать процентные ставки по ОВГЗ и, как следствие, отсутствия интереса к существующим уровням доходности по внутренним госбумагам, а также с возрастающей к концу года необходимостью покрытия традиционного для бюджета Украины дефицита. Во втором случае все будет зависеть от того, в каком объеме будут реализованы уже заявленные выпуски городов, от «щедрости» Минфина в выдаче разрешений городам на выпуск муниципальных облигаций, а также от активизации горсоветов в привлечении ресурсов 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, украинские коммерческие банки. Также мы ожидаем в случае затихания мирового финансового кризиса и снижения стоимости ресурсов на международных рынках капитала, в конце третьего – начале четвертого квартала 2008 года большого количества выходов украинских компаний с внешними заимствованиями.