РИСКИ РАСТУТ — нерезы бегут

Павел Мурга

УКРАИНСКИЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК ПРОДОЛЖАЕТ ОСТАВАТЬСЯ «ЗАЛОЖНИКОМ» ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ И ДОРОГИХ ДЕНЕЖНЫХ РЕСУРСОВ. КРОМЕ ТОГО, В ПРОШЛОМ МЕСЯЦЕ ПРОИЗОШЛО УВЕЛИЧЕНИЕ ПОЛИТИЧЕСКИХ РИСКОВ УКРАИНЫ, ОБУСЛОВЛЕННОЕ ГЕОПОЛИТИЧЕСКИМ КОНФЛИКТОМ ВОКРУГ ГРУЗИИ И РАЗВАЛОМ ПАРЛАМЕНТСКОЙ КОАЛИЦИИ. ВСЛЕДСТВИЕ УВЕЛИЧЕНИЯ РИСКОВ В НАШЕМ РЕГИОНЕ МЫ НАБЛЮДАЛИ ПРОДОЛЖЕНИЕ МАССИРОВАННОЙ РАСПРОДАЖИ УКРАИНСКИХ ОВГЗ НЕРЕЗИДЕНТАМИ.

В августе ликвидность банковской системы снизилась по сравнению с предыдущим месяцем. В июне остатки на корсчетах находились в среднем на уровне 18–19 млрд грн., а средневзвешенная процентная ставка овернайт практически весь июль составляла 4% годовых. В августе ликвидность ухудшилась — остатки на корсчетах украинских банков находились в основном на уровне 17 млрд грн., а несколько раз за месяц опускались ниже 16 млрд грн., Национальный банк регулировал ликвидность банковской системы, проводя операции по рефинансированию и мобилизации средств банков. При этом в условиях снижения ликвидности банковской системы по сравнению с прошлым месяцем в операциях Нацбанка в августе преобладали соглашения по рефинансированию банков. В частности, Нацбанк в прошлом месяце осуществил операции по рефинансированию банков на общую сумму 5.1446 млрд грн. (из них 3710.7 млн грн. — кредиты овернайт, 633.9 млн грн. — кредиты, предоставленные по тендерам по поддержке ликвидности банков, 800 млн грн. — операции прямого депо с государственными облигациями Украины). При этом Нацбанк осуществил операции по мобилизации средств банков на сумму 4171 млн грн. (с начала года — 38056.3 млн грн.). Таким образом, в августе НБУ продолжал проводить сдержанную денежно-кредитную политику, направленную на обеспечение стабильности национальной денежной единицы и предупреждение влияния на инфляцию монетарного фактора.

Снижение остатков на корсчетах сопровождалось повышением процентных ставок. В частности, снижение остатков на корсчетах в начале третьей недели прошлого месяца с 17.7 до 13.8 млрд грн. 20 августа повысило средневзвешенную процентную ставку по операциям овернайт с 8.9% до 18% годовых. Эксперты предполагают, что резкий выход денег из системы был связан с наступлением предельного срока уплаты некоторых квартальных налогов. В следующие два дня Нацбанк провел операции по рефинансированию банков на общую сумму 2.3 млрд грн., вернув остатки на корсчетах практически на прежний уровень — 16.7 млрд грн., вследствие чего средневзвешенные процентные ставки по овернайтам снизились, но все равно оставались до конца месяца достаточно высокими и находились в пределах 10–15% годовых. А после незначительного снижения остатков на корсчетах перед последним рабочим днем августа ставки овернайт резко выросли до 21.4% годовых (на 29.08.08).

БЕГСТВО НЕРЕЗИДЕНТОВ

Как мы уже отмечали, еще одним негативным фактором стало продолжение выхода нерезидентов из внутренних украинских гособлигаций из-за увеличения политических рисков Украины, обусловленных геополитическим конфликтом вокруг Грузии и развалом парламентской коалиции. По данным НБУ, к 26 августа нерезиденты уменьшили объем портфеля ОВГЗ более чем в два раза — с максимума в 2.5 млрд грн. на 7 апреля текущего года до самого низкого уровня за последние два года — 916.19 млн грн. С начала 2007 года объем ОВГЗ у нерезидентов никогда не опускался ниже 1 млрд грн., а еще 7 июля этого года у иностранных инвесторов были госбумаги на сумму 1.3 млрд грн... Мы полагаем, что нерезиденты уменьшили долю ОВГЗ в своих портфелях, продав государственные облигации со сроком погашения 13.08.2008 на общую сумму 368 млн грн. При этом новых гособлигаций нерезиденты не приобрели. Даже недавнее повышение процентных ставок по внутренним госбумагам до уровня 11–12% годовых оказалось недостаточным для иностранных инвесторов для покупки ОВГЗ. Минимальная приемлемая доходность для нерезидентов на сегодня — это 13% годовых в гривне.

«Ключевым ориентиром для денежного рынка остается ставка бланкового рефинансирования Нацбанка Украины (16%), которая, как мы ожидаем, не претерпит изменений во втором полугодии 2008 года, — считают эксперты УкрСиббанка. — Ставки по корпоративным облигациям на вторичном рынке вряд ли будут ниже 17–18%». При этом они прогнозируют практически полное отсутствие спроса на украинские ценные бумаги со стороны нерезидентов до тех пор, пока курс гривны не достигнет 4.9–5 грн./$, поскольку значительное количество инвесторов-нерезидентов в Украине являются фондами, играющими в том числе на курсе национальной валюты.

СТАВКИ РВАНУЛИ ВВЕРХ

На внутреннем рынке корпоративных облигаций вместе с повышением ставок на ресурсном рынке мы наблюдаем повышение купонных ставок на 2–3% по облигациям как корпораций, так и банков. Сегодня рынок корпоративных облигаций переживает не лучшие времена. В частности, общий объем эмиссий облигаций банков за 7 месяцев текущего года оказался почти на 1.8 млрд грн. меньше, чем за аналогичный период прошлого. В 2007 году банки не имели проблем с привлечение денежных ресурсов. Текущая же ситуация на внешнем рынке и дорогие ресурсы на внутреннем вынуждают банки либо откладывать выпуск облигаций, либо выпускать их с завышенной доходностью. Приобретая сегодня банковские облигации, можно ожидать доходность бумаг на уровне 14–17% годовых в зависимости от величины банка и объема выпуска. При этом нет никакой гарантии, что банки разместят облигации даже с высокой процентной ставкой. «80% всех оферт сейчас предъявляются к погашению. По моим прогнозам, рынок облигаций «схлопнулся» как минимум в два раза. Облигации в природе как бы существуют, но не торгуются, так как находятся в портфеле у банков, — считает директор финансовой компании «Капитал Траст Секьюритиз» Максим Корсак. — По неофициальной информации, было как минимум четыре технических дефолта, которые не выплеснулись на рынок только потому, что банки протянули руку помощи эмитентам, которые не могли вовремя выкупить весь выпуск облигаций или его часть, предъявленную к выкупу». Участники рынка полагают, что одной из основных проблем является невозможность четко спрогнозировать действия Минфина и Нацбанка, а также их влияние на финансовую систему и стоимость ресурсов внутри страны.

С ИНВЕСТОРОВ И БАНКОВ СНЯЛИ ОГРАНИЧЕНИЯ

Донецкий Суд общей юрисдикции удовлетворил ходатайство об обеспечении иска иностранной инвестиционной компании и запретил исполнение постановления Правления НБУ «Об утверждении Правил резервирования средств по привлеченным уполномоченным банком депозитам и кредитам в иностранной валюте от нерезидентов».

Также судом запрещено НБУ и любым другим госорганам осуществлять контроль за исполнением финансовыми, банковскими учреждениями и другими лицами указанного Постановления НБУ № 171 от 18.06.2008, а также применять меры воздействия за его неисполнение. Введенное в действие с 1 августа 2008 года постановление обязывало украинские банки резервировать 20% общей суммы краткосрочных (до 183 или менее календарных дней) привлечений от нерезидентов. Теперь украинские банки не обязаны резервировать 4% суммы привлеченных краткосрочных кредитов от нерезидентов, а последние получают право изымать средства с депозитных счетов до истечения 12-месячного срока.

Тем же определением суд аналогичным образом запретил исполнять и контролировать исполнение Положения о порядке иностранного инвестирования в Украину (постановление Правления НБУ № 280 от 10.08.2005) в части определения термина «инвестиционный вклад» как вклада «на срок не менее 1 года без права досрочного расторжения договора».

Тем самым суд снял ограничения, налагаемые на украинские банки при привлечении средств из-за границы, в отношении ограничения минимального срока вклада и необходимости резервировать значительные средства при таком привлечении. Отдельно суд указал, что решение суда подлежит немедленному исполнению.

Сегодня, покупая облигации корпораций, инвестор может рассчитывать на получение дохода на уровне 17–20% годовых в гривне. Это подтверждается повышением корпорациями процентных ставок к данным уровням на следующие купонные периоды. Ярким свидетельством сложной ситуации на рынке является тот факт, что аналитики достаточно скептически относятся к возможности размещения сегодня на рынке выпуска облигаций такого крупного и качественного эмитента, как «Укртелеком», с доходностью на уровне 15% годовых. По мнению аналитиков УкрСиббанка, отсутствие на рынке спроса со стороны нерезидентов вместе с общим ростом ставок делает доходность в 15% годовых неинтересной для большинства внутренних игроков. А рыночное размещение выпуска возможно либо после коррекции курса гривны в сторону девальвации до 4.9–5 грн./$, либо в случае гибкости эмитента относительно ставки доходности.

РАЗМЕЩЕНИЯ ВСЕ ЖЕ ИДУТ

В августе государственный Ощадбанк продал свои трехлетние облигации на сумму 300 млн грн. с доходностью размещения 10.25% годовых. На сегодняшний день это достаточно низкая доходность по госбумагам для их покупки нерезидентами, ожидания которых по доходности гособлигаций находятся на уровне 13–14% годовых в гривне. Поэтому мы предполагаем, что облигации Ощадбанка могли быть выкуплены госбанками (Укрэксимбанк, Ощадбанк) и андеррайтером выпуска («Тройка Диалог Украина»).

Привлечь деньги на рынке облигаций внутреннего государственного займа Минфин смог только в последнюю неделю августа. Для этого ему пришлось поступиться своей позицией против повышения процентной ставки по госбондам. При этом повышать доходность Минфину пришлось дважды. Первую его попытку навязать двухлетние госбумаги под 10% и трехлетние под 11% годовых рынок проигнорировал, и торги не состоялись. Вслед за этим, очевидно, ощущая потребность уже в сентябре покрывать планируемый дефицит бюджета, Минфин вынужден был повысить ставки по ОВГЗ во второй раз до 11–12% годовых. При этом впервые с 2006 года на продажу были выставлены краткосрочные (до одного года) облигации, которые последний раз торговались в 2004 году. Минфин, в частности, продал семимесячные бумаги с доходностью 11.5% годовых на сумму 58.934 млн грн., девятимесячные бумаги с доходностью 11.5% годовых на сумму 59.73 млн грн., а также трехлетние облигации с доходностью 12% годовых на сумму 19.01 млн грн.

В третьем квартале каждый понедельник эмитент будет предлагать к размещению двух- и трехлетние ОВГЗ, а начиная с 26 августа — также семи- и девятимесячные гособлигации. При этом в третьем квартале этого года Минфин планирует продавать облигаций на сумму не менее 300 млн грн. ежемесячно. С начала года Минфин продал ОВГЗ на 744.98 млн грн. при годовом плане в 7.776 млрд грн. Однако даже недавнее повышение процентных ставок по внутренним госбумагам до уровня 11–12% годовых является недостаточным для покупки ОВГЗ банками, так как они ожидают доходность, аналогичную котировкам ОВГЗ на вторичном рынке, то есть 13–15% годовых. Поэтому мы предполагаем, что внутренние гособлигации с процентными ставками 11–12% годовых в августе были выкуплены государственными банками (Ощадбанк, Укрэксимбанк). Казначей одного из фининститутов пояснил, что банки видят ОВГЗ с текущими ставками лишь как

возможный залог для получения рефинансирования НБУ. «Под госбумаги Нацбанк дает рефинансирование без ограничений по объему и срокам. Когда есть проблемы с ликвидностью, ОВГЗ — это железная гарантия того, что я получу деньги под 15% годовых. Поэтому если бы доходность по ним составляла хотя бы 13–14%, как на вторичном рынке, я бы их купил. А так спред все еще слишком большой», — подчеркнул он.

АКЦИЯ С АКЦИЯМИ ВОЗОБНОВЛЕНА

С конца августа Национальный банк снова стал принимать в обеспечение при рефинансировании банковские акции. Эта практика была взята на вооружение в апреле, но в июле НБУ отказался от продления такого эксперимента, посчитав, что кризис миновал. Теперь, согласно постановлению регулятора №254 от 21 августа, возобновлено проведение эксперимента по принятию в обеспечение кредитов рефинансирования акций банков-заемщиков. Акции принимаются в обеспечение из расчета 90% балансовой стоимости на последнюю отчетную дату. «Возобновление действия постановления является позитивным. Сама по себе возможность получения ресурсов на срок до одного года интересна для банков, учитывая возможный дисбаланс текущей ликвидности и состояние рынка», — считает эксперт.

КЛУБНЫЙ РАСЧЕТ

В отсутствие значительных привлечений от приватизации и от размещения облигаций внутреннего государственного займа Минфин осенью этого года вынужден будет выйти на внешний рынок заимствований. С начала года привлечения средств от продажи ОВГЗ составили 745 млн грн. из 7.776 млрд грн., которые правительство Украины запланировало привлечь на внутреннем рынке в 2008 году. При этом на внешнем рынке оно еще не занимало в этом году, но, согласно госбюджету, должно привлечь 8.098 млрд грн. до конца 2008 года. Из-за увеличения политических рисков Украины, обусловленных геополитическим конфликтом вокруг Грузии и развалом парламентской коалиции, изменилась доходность еврооблигаций Украины. Резко выросли спреды по внешним заимствованиям Украины, а десятилетние еврооблигации с погашением в 2017 году торгуются на историческом максимуме с доходностью 9.4%. В сложившейся ситуации участники рынка видят для Украины два выхода: размещение еврооблигаций или организацию клубной сделки. В первом случае, по мнению участников рынка, это будет выпуск еврооблигаций на сумму $0.5–1 млрд на срок от пяти до десяти лет. Однако международные финансовые организации могут не суметь организовать финансирование в нужном объеме и в срок (до ноября). Во втором случае это будет закрытая, клубная сделка с ограниченным кругом фондов. Данный вид заимствования предпочтительнее еврооблигаций, так как его организация занимает меньше времени и позволит взять деньги дешевле, чем на публичном рынке, но обяжет правительство через год-два предоставить какую-то преференцию (особые условия привлечения средств).

ГОРОДА НАШТАМПУЮТ БОНДОВ

В сегменте муниципальных облигаций с начала третьего квартала 2008 года состоялось три размещения муниципалитетов. В августе 2008 года банк «Хрещатик» выпустил трехлетние облигации Винницы на сумму 10 млн грн. Банк «Форум» полностью разместил выпуск облигаций Луцка на общую сумму 30 млн грн. Бориспольский городской совет (Киевская область) продал облигации на сумму 9 млн грн., в результате чего объем рынка муниципальных облигаций вырос до 556 млн грн. В ближайшие месяцы ожидается дальнейший рост рынка муниципальных облигаций за счет размещения в сентябре долгов Запорожья на 10 млн грн. и двух серий на общую сумму 50 млн грн. в октябре.

Министерство финансов приняло решение расширить перечень городов, которые смогут привлекать внешние займы. Сейчас право на привлечение внешних займов имеют города с населением не менее 800 тыс. жителей, а с 2009 года Минфин намерен снизить это требование до 500 тыс. жителей. В результате реализации данной инициативы город Львов (788 тыс. человек), принимающий Чемпионат Европы по футболу в 2012 году, получит право выходить на внешний рынок. Аналогичное право получат Кривой Рог (население — 703 тыс.) и Николаев (508 тыс.). У городов, принимающих Евро-2012 — Киева, Днепропетровска, Одессы, Харькова и Донецка, — уже есть право выпускать еврооблигации или привлекать внешние кредиты. По мнению экономистов, с одной стороны, это может сыграть положительную роль в рамках подготовки городов к Евро-2012, давая возможность привлечения иностранных инвестиций. А с другой стороны, привлечь внешний заем новым городам будет достаточно сложно, так как на фоне мирового кризиса ликвидности у них фактически отсутствует кредитная история. К тому же, учитывая неблагоприятную конъюнктуру, которая началась на мировом рынке капитала еще в середине 2007 года, на сегодня пока только Киев является интересным для инвесторов.

КОРПОРАТЫ ПОДРАСЛИ

На вторичном рынке в августе торги корпоративными облигациями прошли на сумму 2.262 млрд грн. (335 сделок). Сектор корпоративных облигаций единственный показал рост объема торгов за прошедший месяц. Общий объем торгов в ПФТС снизился с 4.162 млрд грн. в июле до 3.475 млрд грн. в августе. Крупнейшие сделки в корпоративном сегменте в мае прошли с облигациями компаний «Укргазбанк» (серия С, объем торгов — 337.14 млн грн.), «Государственное ипотечное учреждение» (серия J, 103.86 млн грн.) и «Сбербанк» (серия В, 96.17 млн грн.). Общий объем торгов ОВГЗ в ПФТС снизился почти в два раза к прошлому месяцу и составил в августе 518.24 млн грн. (33 сделки). Крупнейшие сделки были заключены по ОВГЗ со сроком погашения 30.12.2009 (объем торгов — 194.17 млн грн.), ОВГЗ со сроком погашения 17.12.2008 (140.68 млн грн.) и ОВГЗ со сроком погашения 01.01.2009 (110.44 млн грн.). В августе объем торгов облигациями муниципалитетов составил 24.90 млн грн. (58.8 млн грн. в июле). Крупнейшие сделки в сегменте муниципальных бондов прошли с облигациями Одесского городского совета (серия В, объем торгов — 24.16 млн грн.), Луганского городского совета (серия А, 328.42 тыс. грн.) и Донецкого городского совета (серия В, 174.61 тыс. грн.).

По нашему мнению, объем торгов корпоративными облигациями будет, скорее всего, сопоставим со средним объемом в предыдущих месяцах и пройдет на уровне 2–2.5 млрд грн., сохраняя лидерство по торгам в ПФТС. По муниципальным и государственным облигациям можно ожидать сохранения или сокращения текущих небольших объемов торгов. Это объясняется отсутствием интереса к ним инвесторов и низким уровнем доходности этих ценных бумаг.

VI ежегодный российский облигационный конгресс – 2008

4-5 декабря

Санкт-Петербург

Таврический Дворец

ПРИГЛАШАЕМ

К УЧАСТИЮ В КОНФЕРЕНЦИИ

Ожидается более 700 участников

Организаторы: CBONDS FINANCIAL INFORMATION, Фондовая биржа ММВБ, MICEX Stock Exchange

Генеральный спонсор: ВТБ

Официальные партнеры: Промсвязьбанк, TRUST инвестиционный банк, БФА инвестиционная компания

Спонсоры: Регион, Банк Москвы, Банк Петрокоммерц (Финансовая группа «ИФД-Капиталъ»), Связь Банк, RI Group finance

При участии: Московский кредитный банк, строительная группа Камская долина, Банк Зенит (Банковская группа Зенит)

Информационные партнеры: РИА, Investfunds, CbondsContact