*Павел Мурга*

# Осеннее долларовое ОБОСТРЕНИЕ

**К БОЛЬШОМУ СОЖАЛЕНИЮ ДЛЯ УКРАИНЦЕВ, В НОЯБРЕ И В ЦЕЛОМ ОСЕНЬЮ ОФИЦИАЛЬНЫЙ И МЕЖБАНКОВСКИЙ КУРСЫ ГРИВНЫ К ДОЛЛАРУ ЗНАЧИТЕЛЬНО ВЫРОС. ЭТО ПРОИЗОШЛО ИЗ-ЗА ПАНИКИ И АЖИОТАЖНОГО СПРОСА НА ВАЛЮТУ СО СТОРОНЫ НАСЕЛЕНИЯ. В НОЯБРЕ ЗАПАНИКОВАЛ, ПОХОЖЕ, ДАЖЕ НАЦБАНК. МЕЖДУ ТЕМ, УЖЕ ТРЕТЬ УКРАИНСКИХ БАНКОВ НАХОДИТСЯ НА ГРАНИ РАЗОРЕНИЯ.**

На протяжении месяца он принимал ряд противоречивых решений. В начале ноября НБУ ежедневно выходил на межбанк, доллар начал дешеветь, его курс опустился к середине месяца до 5.8 грн. за $1 — как на межбанке, так и на наличном рынке. При этом купить его в обменных пунктах было почти невозможно. Вслед за этим на Украине снова появились валютные менялы. 5 ноября НБУ принял постановление №353, согласно которому банки не могут продавать наличный доллар дороже официального курса, а покупать не дешевле, чем на 3% ниже. После этого купить валюту в обменных пунктах стало практически нереально. НБУ это снова не понравилось, и 7 ноября было принято постановление №356, согласно которому наличный доллар можно было продавать не дороже чем на 1.5% от официального курса НБУ. Однако валюту в обменных пунктах по указанным в них ценам купить все равно было нельзя. Вслед за этим ряд банков стал устанавливать комиссионные при проведении наличных валютообменных операций.

Во второй половине ноября непоследовательность Нацбанка проявилась в его невыходе с валютными интервенциями на межбанк, без внятных пояснений он опять перестал регулярно поддерживать гривну своими долларовыми интервенциями. Поэтому во второй половине месяца доллар продолжал расти и к концу ноября достиг на межбанке отметки в 7.5 грн. за $1. В обменных пунктах курс находился на уровне около 6.84 грн. за $1, однако купить его по этой цене было нельзя. С 28 ноября вступило в силу решение НБУ, в котором закреплена привязка значения официального курса к межбанковскому. При этом совместным меморандумом правительства и Нацбанка за Центральным банком оставлено право на двухпроцентное отклонение официального курса гривны от межбанковского. Таким образом, Нацбанк осуществил переход к свободному курсообразованию с возможностью коррекций курса со стороны НБУ. Однако население с валютой расставаться не торопится, и в обменных пунктах ее по-прежнему практически нет.

В прошлом месяце также продолжилось сокращение золотовалютных резервов Национального банка. Точных данных пока нет, но, как заявил недавно замглавы Секретариата Президента Андрей Гончарук, на сегодня величина золотовалютных резервов равняется $32.8 млрд, включая первый транш кредита МВФ ($4.5 млрд). Нехитрый расчет говорит, что НБУ потратил в ноябре резервов еще на $3.6 млрд. В сентябре-ноябре 2008 года официальный курс гривны вырос на 47.4% — до 7.1420 грн. за $1, тогда как межбанковский курс гривны вырос на 60.6% — до 7.5 грн. за $1. Курс гривны на межбанке с начала текущего года вырос на 48.4% — до 7.5 грн. за $1, тогда как за 2007 год он вырос на 0.2% — до 5.0540 грн. за $1.

## РЕЗЕРВОВ НА ВСЕХ НЕ ХВАТИТ

Сегодня финансовый кризис уже поставил на грань выживания треть украинских кредитных учреждений. Украинскую банковскую систему лихорадит последние два месяца. Только за октябрь, по данным Нацбанка, население сняло вкладов на 12.396 млрд грн. и $1.78 млрд. Еще 9.063 млрд грн. сняли предприятия. Источником кризиса стала паника населения, спровоцированная ситуацией с Проминвестбанком (ПИБ). Опасаясь банкротства ПИБа, другие банки закрывали на него межбанковские лимиты. Впоследствии банки стали закрывать лимиты друг на друга. Так в Украине возник кризис доверия, который полностью лишил банки возможности краткосрочного рефинансирования за счет коллег. Решать проблему кризиса доверия к банкам пришлось Нацбанку. Сначала регулятор выделил 5 млрд грн. на поддержку ликвидности ПИБ, но это не спасло ситуацию. В ноябре он рефинансировал еще ряд банков рекордной суммой кредитов в 41.71 млрд грн., из которых более половины — 21.38 млрд грн. — длинное рефинансирование. Всего же с начала кризиса доверия до 14 ноября НБУ выдал 26.87 млрд грн. кредитов на срок более полугода (с учетом кредита ПИБ в конце сентября). Наращивание НБУ объема рефинансирования банков было оправданным шагом,

который позволил им компенсировать отток средств с депозитных счетов. Испытывающие проблемы с ликвидностью 54 банка были рефинансированы НБУ на 25 млрд грн. В Нацбанке отмечают, что эмитировали слишком много гривны и в дальнейшем будут поддерживать только крупнейшие финучреждения. Резервов НБУ надолго и на всех не хватит. В Нацбанке считают, что многие кредитные учреждения не переживут финансовый кризис. Регулятор издал постановление, которым обязался рефинансировать только 17 крупнейших банков с уставным капиталом от 500 млн грн. Даже не все системные банки могут рассчитывать на деньги НБУ. Так, в группе крупнейших банков их не смогут получить ПриватБанк, Проминвестбанк, «Надра», ОТП Банк, Альфа-Банк, ПУМБ и Укрпромбанк, а в группе крупных — Родовид Банк, ИНГ Банк Украина, УниКредит Банк, Правэкс-банк, ВиЭйБи Банк, Донгорбанк, «Финансовая инициатива», Кредобанк, Сведбанк Инвест, Индустриалбанк и Ситибанк. Родовид Банк сможет получить рефинансирование НБУ, если осуществит намерение увеличить капитал до 535 млн грн., о котором заявлялось ранее. Из групп средних и небольших банков деньги НБУ может получить только Астра Банк. Еще одной проблемой, с которой столкнулись банки, является рост невозвратов кредитов. Ранее количество просроченных займов увеличивалось пропорционально росту всего кредитного портфеля. Сегодня банки практически полностью остановили выдачу кредитов. Банкиры считают, что проблемная задолженность возрастет в лучшем случае в два-пять раз.

### ЭТОМУ ДАМ. ЭТОМУ НЕ ДАМ

Новая инициатива НБУ позволит получить деньги банкам, у которых в портфеле не ценных бумаг, обычно выступающих обеспечением при рефинансировании. Нацбанк Украины расширил перечень инструментов, под залог которых банки смогут получать рефинансирование НБУ. На период «до восстановления должного уровня ликвидности банковской системы» обеспечением рефинансирования может стать залоговое имущество, получаемое банком при выдаче кредитной линии в гривне или валюте. Нацбанк принял постановление №353, которое изменяет механизм поддержки ликвидности банков, предусмотренный постановлением №319. Согласно ему, 13 октября банки получили право привлечь годовой кредит НБУ под залог «имущественных прав по договорам ранее предоставленных кредитов в национальной и иностранной валютах юридическим лицам». Но если ранее кредиты должны были быть «стандартные» или «под контролем», то теперь еще и «субстандартные», с определением коэффициента, «включая пролонгированные».

До сих пор в обеспечение рефинансирования принимались ОВГЗ; депозитные сертификаты НБУ; муниципальные, корпоративные облигации и ценные бумаги ГИУ, имеющие дополнительное обеспечение в форме госгарантии; авалированные векселя и акции собственников существенного участия в банках. Отсутствие у многих банков ликвидных ценных бумаг подтверждают и в Нацбанке. По данным НБУ, на 1 октября ценные бумаги, рефинансируемые НБУ, имели в своем портфеле 12 из 17 банков группы крупнейших и в целом только 49 банков из 181. Впрочем, общий объем таких ценных бумаг увеличился с 1 июля на 3.073 млрд грн. до 10.702 млрд грн. Отметим, что только 4 ноября НБУ выдал банкам кредитов на 2.5 млрд грн. Своими действиями НБУ подтверждает готовность помочь банкам в условиях дефицита гривны.

В ноябре перечень ЦБ, принимаемых в обеспечение при рефинансировании в 4 квартале 2008 года, пополнился обычными облигациями Государственного ипотечного учреждения (ГИУ) ценных бумаг. На сегодня объем таких бумаг составляет 50 млн. грн. — это облигации ГИУ серий A и D. Ранее в перечень ценных бумаг, которые Нацбанк принимал в обеспечение при рефинансировании, входили лишь облигации ГИУ, имеющие дополнительное обеспечение в форме государственной гарантии. Коммерческие банки могут получать рефинансирование от НБУ под обеспечение обычными ипотечными облигациями ГИУ в размере 70% от их балансовой стоимости, а под обеспечение облигациями ГИУ, которые выпущены под государственную гарантию, — в размере 90% от их балансовой стоимости.

Национальный банк с 27 ноября повысил ставки по кредитам овернайт на 2%: до 17% годовых по кредитам под обеспечение государственными облигациями и до 18% по необеспеченным кредитам. По этим ставкам Центральный банк готов выдавать банкам однодневные кредиты. При этом некоторые коммерческие банки привлекают кредиты овернайт под более чем 70% годовых. Зачем занимать так дорого? Этим фактом очень удивлен Национальный банк. Также удивляет Нацбанк, что они (банки) не обращаются в НБУ за такими кредитами, предоставляемыми регулятором под 17–18% годовых. НБУ подчеркивает, что готов поддерживать ликвидность банков, в том числе путем предоставления им кредитов овернайт, и будет делать это в зависимости от ситуации на денежно-кредитном рынке. Принимать решения относительно удовлетворения заявок того или иного банка на получение рефинансирования НБУ намерен с учетом состояния ликвидности финучреждений, их кредитной активности и участия в операциях на межбанковском кредитном рынке.

На самом деле, НБУ отказывал в кредитах овернайт всем банкам, которые обратились к нему за длинным рефинансированием. Так он отреагировал на попытки большинства крупных банков выполнять обязательные нормативы резервирования за счет кредитов овернайт от Нацбанка, а собственные средства с корреспондентского счета перечислять в НБУ для покупки валюты. В принципе, кредиты овернайт Нацбанк перестал выдавать еще 25 ноября, выделив всего 2 млн грн. против 150 млн грн., выданных 24 ноября. В результате 26 ноября ставки по гривневым кредитам овернайт на межбанке подскочили до 70–80% годовых. С 27 ноября НБУ запретил учитывать в обязательных резервах наличные в кассе и номиналы ОВГЗ. Таким образом Нацбанк стимулирует банки держать больше средств на корсчете, чтобы снизить объемы спекулятивных операций с наличной валютой и не задерживать платежи клиентов. При этом на корсчете выгоднее будет держать именно гривну, потому что нормативы резервирования по пассивным операциям банков, вступающие в силу с 5 декабря, предписывают резервирование по ставке 0% для гривневых депозитов клиентов. Резервирование по валютным депозитам сохраняется на уровне 5% для текущих счетов и на уровне 3% для срочных вкладов.

Для снижения учетной ставки НБУ (сегодня 12%) отсутствуют экономические условия, заявляет первый заместитель председателя правления НБУ Анатолий Шаповалов. Он подчеркнул, что сегодня учетная ставка НБУ не отображает реальной стоимости национальной валюты. «Вы знаете, что свои активные операции мы проводим по средней ставке 16.5%. Поэтому, ссылаясь на опыт других стран, сначала надо смотреть на уровень инфляции, другие макроэкономические показатели», — заявил А.Шаповалов.

**ДЕНЕГ НЕТ. РЫНКА НЕТ.**

Недостаточная ликвидность украинской банковской системы и финансовый кризис привели к тому, что динамично развивавшийся в недалеком прошлом рынок корпоративных облигаций сегодня практически стоит на месте. Сделок сегодня мало, а если они и есть, то в большинстве своем «технические». Для сравнения, в первой половине ноября с корпоративными бондами на бирже ПФТС было проведено всего 37 сделок на сумму 150 млн грн., а за аналогичный период прошлого года было заключено 249 сделок, а их сумма превысила 1.3 млрд грн. Такое значительное сокращение рынка в первую очередь связано с проблемами ликвидности у отечественных банков. Основными покупателями корпоративных бондов на внутреннем рынке были и остаются отечественные финучреждения. Найти покупателя на корпоративные бонды очень трудно — у банков нет денег. Из-за существенного избытка предложения цены на облигации пошли вниз. К примеру, крупнейшие брокеры рынка сейчас выставляют такие котировки на покупку бондов, при которых доходность большинства облигаций превышает 30%. Например, бонды «Агромата» (серии 1-А) сейчас покупают с дисконтом, обеспечивающим доходность 30%, холдинга «Атлант-М» (1-А) — 48%, завода «Донецксталь» (1-С) — 52%. Ненамного ниже доходность и у банковских облигаций: бумаги Альфа-Банка (Украина) (1-Е) готовы купить при доходности не менее 30%, VAB Банка (1-F) — 38.7%, Мегабанка (1-Е) — 38.4%.

**НЕ ДУМАЙ ОБ ОФЕРТЕ СВЫСОКА!**

Невзирая на серьезные проблемы с текущей ликвидностью, которые испытывают украинские корпорации, уже не первый месяц они исправно проводят выплаты процентов или досрочно выкупают свои облигации. Безукоризненная исполнительность наших эмитентов во время кризиса вызывала удивление у экспертов. На рынке начали говорить о дефолтах еще в августе и пророчили на сентябрь массовые технические дефолты и банкротства заемщиков. Еще более странным отсутствие дефолтов выглядит на фоне того, что владельцы облигаций стараются избавиться от них всевозможными способами — в тех случаях, где была предусмотрена возможность досрочного выкупа (оферты) бумаг эмитентом, они не преминули этим воспользоваться. «Практически уже полгода все облигации предъявляются к оферте. При этом инвестор не смотрит на доходность бумаг или на надежность эмитента — в условиях кризиса ликвидности все стараются выйти в «кэш», — объясняет эксперт.

Как оказалось, секрет надежности и платежеспособности украинских эмитентов очень прост — вместо объявления технического дефолта они предпочитают договориться с инвесторами об отсрочке платежей. «На сегодняшний день уже несколько компаний находятся в состоянии технического дефолта по своим облигациям», — утверждает эксперт. Скрывать собственную неплатежеспособность помогает компаниям и неразвитость облигационного рынка Украины. Многие выпуски корпоративных бондов целиком сосредоточены у одного или нескольких инвесторов, и эмитенту несложно договориться с ними о переносе платежа. Говорят, что уже многие компании обратились к держателям своих облигаций с просьбой отсрочить платежи или частично отозвать оферту. При этом многие инвесторы вынуждены были согласиться на новые условия эмитента, так как в противном случае выбор невелик: объявить о дефолте эмитента облигаций, судиться с ним и ждать несколько лет, пока будет проходить процедура банкротства. Или рассчитывать, что компания «выживет» и сможет расплатиться спустя некоторое время.

**В СТРАНЕ НЕ БЕЗ ДЕФОЛТА**

В конце ноября появилась информация о том, что ОАО «Киевмедпрепарат» не выполнило обязательство выкупить облигации. БМ Банк предъявил к оферте облигации, досрочный выкуп которых должен был состояться 18–21 ноября этого года. В итоге денег банк не получил, сделал эту историю достоянием широкой общественности и пригрозил подать в суд иск к ОАО «Киевмедпрепарат» и ООО «АРТА Ценные бумаги» (андеррайтеру выпуска). Дефолт? Таки да, но технический. Ведь сразу на следующий день и «Киевмедпрепарат», и его андеррайтер «АРТА Ценные Бумаги» заявили о том, что проблемы нет. Со слов компаний получается, что с преимущественным большинством держателей подписаны договоры досрочного выкупа. «Существуют и такие держатели облигаций, которые не заключили договор досрочного выкупа, и с помощью распространения негативной информации в СМИ стараются оправдать либо исправить свое положение. Тем не менее, ОАО «Киевмедпрепарат» подтверждает все свои обязательства по облигациям и гарантирует их выполнение в соответствии с действующим законодательством Украины», — говорится в заявлении общества. Аналогичное объявление сделал андеррайтер выпуска. «Большинство держателей, владеющих более 80% выпуска, согласились с предложением компании. Некоторые из держателей облигаций, в том числе БМ Банк, не приняли данного предложения», — подчеркивается в сообщении.

Однако эксперты все же говорят о факте несвоевременной оплаты облигаций. «По нашей информации, «Киевмедпрепарат» рассчитывал достигнуть с держателями своих облигаций договоренности об их неполном или отсроченном предъявлении к погашению по оферте. На сегодня «Киевмедпрепарат» допустил технический дефолт, то есть не рассчитался в срок по предъявленным к погашению облигациям, не достигнув при этом согласия о реструктуризации выплат с кредиторами. В этой связи 24 ноября кредитный рейтинг выпуска облигаций был понижен до уровня uaBB с сохранением негативного прогноза», — подчеркнул Станислав Дубко.

«Мы не понимаем, почему «Киевмедпрепарат» не смог нормально подготовиться к оферте. Финансовые показатели у компании отличные, и она вполне за месяц-два могла аккумулировать необходимые средства. Однако по каким-то причинам этого не сделала. Вероятно, воз-

никли проблемы с поддержкой со стороны акционеров компании (крупный банк с украинским капиталом)», — возмущается эксперт.

Станислав Дубко, генеральный директор рейтингового агентства «Кредит-Рейтинг», подтвердил, что они зафиксировали уже шесть технических дефолтов с начала этого года. В основном это было не банкротство, а просто просрочка выполнения своих обязательств эмитентом. Помимо ухудшения доступа к кредитным ресурсам, эксперт назвал еще одну причину для дефолтов в этом году — ухудшение финансовых показателей предприятий различных отраслей. Причем наивысшую вероятность невыполнения своих обязательств имеют эмитенты, облигации которых имеют рейтинг, относящийся к спекулятивной группе.

### СТЫДНО — НИКОГО НЕ ВИДНО. ПОКА...

Но если в техническом дефолте ничего страшного для инвестора нет (он, скорее всего, получит свои средства несколько позже), то банкротство эмитента для держателей облигаций — совсем не радостное событие. Пока в Украине был только один дефолт по корпоративным бондам. В марте 2006 года компания «Агропродукт» не смогла выполнить обязательства перед инвесторами на 50 млн грн. В том, что нынешний кризис все-таки приведет к ряду банкротств, уверены многие участники рынка. «Реальные дефолты, конечно же, будут. Думаю, уже до конца этого месяца или в начале декабря один мы точно увидим. Пока что сдерживающим фактором является то, что никто не хочет быть первым. Но после объявления одного дефолта остальные будут смелее», — считает Эрик Найман. Список претендентов на роль «первопроходца» большой. До конца года эмитенты могут столкнуться с необходимостью выплатить по оферте около 3 млрд грн. По оценкам экспертов, наиболее значительная долговая нагрузка у компаний, работающих в сфере ритейла, девелопмента и в финансовом секторе. Впрочем, эмитенты облигаций будут стараться погасить бумаги даже после наступления по ним дефолта, уверен Станислав Дубко. Причина проста: подобные долговые инструменты формируют их публичную кредитную историю. «В некоторых случаях держатели облигаций будут готовы идти на реструктуризацию задолженности», — считает он.

### НБУ И ОВГЗ — БРАК ПО РАСЧЕТУ ИЛИ ПО ЛЮБВИ?

В ноябре на рынке облигаций внутреннего государственного займа (ОВГЗ) произошел целый ряд неординарных событий. Национальный банк Украины (НБУ) приобрел ОВГЗ на 6 млрд грн.! «Приобретение НБУ на вторичном рынке облигаций внутреннего государственного займа (ОВГЗ) не приведет к возникновению дополнительных рисков для финансового рынка, — считает руководитель группы советников главы НБУ Валерий Литвицкий. — Нацбанк должен работать на вторичном рынке. Я никакого зла в этом не вижу, а вижу только хорошие возможности. Ценные бумаги правительства являются самыми ликвидными — во всех странах. За рубежом такие действия называются управлением денежной ликвидностью через операции на открытом рынке».

6 ноября Минфин продал ОВГЗ на 2.998 млрд грн., что почти вдвое больше, чем за все первичные аукционы в этом году. В тот же день эти облигации были проданы на фондовой бирже ПФТС и затем оказались у Нацбанка. Эксперты рынка объясняют продажу облигаций на 3 млрд грн. скрытым финансированием дефицита при помощи НБУ. На следующей неделе ситуация полностью повторилась. Минфин 13 ноября вновь продал самые «длинные» ОВГЗ с погашением в феврале 2012 года на сумму 2.999 млрд грн. В этот же день все размещенные Минфином облигации были проданы на ПФТС по той же цене. По мнению участников рынка, их покупателем вновь выступил Нацбанк.

Литвицкий отметил, что роль рефинансирования и операций с ценными бумагами в управлении денежными агрегатами в Украине возрастает в условиях сокращения валютных поступлений в страну. При этом руководитель группы советников главы НБУ подчеркнул, что ноябрьский выкуп Нацбанком ОВГЗ осуществлен с целью поддержки ликвидности банков. «Мы пошли на вторичный рынок — там лежит полно ценных бумаг Минфина. Надо поддержать ликвидность банков. Мы покупаем эти ценные бумаги и даем банкам ликвидность… При необходимости мы можем использовать эти ценные бумаги для изъятия избыточной ликвидности. То есть это инструмент, который помогает нам противодействовать инфляции», — сказал он.

17 ноября была продана одна самая «длинная» облигация! В частности, Минфин продал одну пятилетнюю облигацию (с погашением 6 ноября 2013 года и доходностью 12%) на сумму 1 002.34 грн. На предыдущих аукционах «длинные» облигации не пользовались спросом. В целом в ноябре на рынке облигаций внутреннего государственного займа был размещен огромный объем бумаг — на сумму 7.05 млрд грн.! С начала 2008 года за счет размещения ОВГЗ привлечено 8.617 млрд грн.

Кризис вынудил отказаться в 2008 году от выпуска муниципальных бондов города, заявившие об этом ранее: Киев — выпуск до 1 млрд грн., Харьков — на 505 млн грн., Николаев — на 50 млн грн., Запорожье — на 25 млн грн. Львов и Краматорск хотят выпустить муниципальные облигации на 200 и 15 млн грн. соответственно.

### ВТОРИЧКА ОВГЗ

На вторичном рынке лидером в ноябре месяце по торговому обороту в ПФТС стал рынок государственных облигаций. Общий объем торгов ОВГЗ в ПФТС значительно вырос к прошлому месяцу и составил в ноябре 6 123.65 млн грн. Торги корпоративными облигациями прошли на сумму 727.27 млн грн. (140 сделок). Сектор корпоративных облигаций стал единственным показавшим снижение объема торгов за прошедший месяц. В ноябре объем торгов облигациями муниципалитетов вырос почти в 7.5 раз к предыдущему месяцу и составил 19.82 млн грн.

По нашему мнению, рынок корпоративных облигаций может вернуть себе лидерство в декабре 2008 года с объемом торгов в ПФТС на уровне 0.8–1 млрд грн. Однако торги по государственным облигациям могут сохранить лидерство по торговому обороту в ПФТС при условии, что НБУ продолжит приобретать ОВГЗ в тех же объемах, что и в ноябре. К тому же, в этом случае Минфин может за счет ОВГЗ выполнить план по внутренним и внешним заимствованиям. Объемы торгов по муниципальным облигациям, в отсутствие новых размещений в следующем месяце и их низкой доходности, останутся незначительными.