

ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ

Аналітичний департамент НРА «Рюрік» здійснив дослідження українського ринку облігацій за підсумками 2013 року. Аналітичною базою слугували наявні у публічному доступі дані Національної Комісії з цінних

паперів та фондового ринку та Національного банку України, а також публічні дані уповноважених рейтингових агентств.

За результатами дослідження прослідковуються певні тенденції розвитку ринку.

МАКРОЕКОНОМІЧНІ ФАКТОРИ. В умовах несприятливої зовнішньої кон'юнктури, що виявляється в зниженні глобального попиту, українська економіка, як і економіки інших країн-експортерів, що розвиваються, опинилась у скрутному становищі. Український експорт, представлений переважно металургійною продукцією, втрачає конкурентні переваги через високу витратність виробництва та фіксований курс національної валюти. Хоча запровадження з 07.02.2014 р. плаваючого валютного курсу на тлі позитивних прогнозів щодо розвитку світового ринку сталі може дещо покращити міжнародні позиції вітчизняних експортерів.

За підсумками 2013 р. в Україні обсяг імпорту перевищив обсяг експорту більше ніж на \$15 млрд. (\$14 млрд. у 2012 р.), сальдо прямих інвестицій в економіку скоротилось більш ніж удвічі до 3,3 млрд. грн., а сальдо портфельних інвестицій, хоча і зросло майже в 2,5 рази до \$1,2 млрд., в останні місяці минулого року значно скоротилось (-755 млн. грн. за жовтень-грудень). За таких умов у країні підвищується попит на зовнішнє фінансування. Однак прийняття ФРС США рішення щодо поступового згортання третього етапу політики кількісного пом'якшення (QE3), що призводить до відтоку іноземного капіталу з країн групи «emerging markets», обмежує можливості України залучати позики за відносно низькими ставками:

У свою чергу, можливості користуватись довгостроковим фінансуванням під адекватні відсоткові ставки, що могли б покриватись зростанням прибутковості діяльності, обмежуються для вітчизняних позичальників доволі жорсткою грошово-кредитною політикою НБУ. Протягом останніх декількох років центробанку вдавалось утримувати стабільний курс гривні за рахунок валютних інтервенцій та зберігати привабливість гривневих депозитів шляхом підвищення норм резервування за валютними вкладами. Однак це зумовлює високу вартість ресурсної бази для комерційних банків та, відповідно, високу вартість кредитів, середньозважені ставки за якими протягом 2013 р. коливались у діапазоні від 13 до 22%.

Також слід зазначити, що активність банків із кредитування економіки обмежується високими кредитними ризиками, пов'язаними з несприятливим діловим кліматом та доволі низькою платоспроможністю українських позичальників. За даними НБУ, частка простроченої заборгованості за кредитами в портфелях банків за станом на 01.01.2014 р. складала 7,7%, при цьому міжнародне рейтингове агентство Standard & Poor's оцінює частку проблемних кредитів в українській економіці на рівні 40%.

Таким чином, попит суб'єктів господарювання на дешеві кредитні ресурси за поточних умов не може бути задоволеним. Протягом минулого року корпоративний кредитний портфель банків зріс лише на 11,8%, а цього, на нашу думку, недостатньо для поживлення економічних процесів у країні.

ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ. Обсяги залучення підприємствами коштів через фінансові інструменти також залишаються незначними. Фондовий ринок України як індикатор тенденцій розвитку реального сектора економіки в умовах зниження основних макроекономічних показників зміщує акценти з пайових інструментів на інструменти з фіксованою доходністю. У 2013 р. частка біржових торгів облігаціями зросла з 80,18 до 84,62% від загального обсягу угод. При цьому найбільшим попитом, як і раніше, користувалися державні облігації (74,02%), в той час як ринок корпоративних облігацій, незважаючи на зростання абсолютних показників (49,41 млрд. грн. проти 26,36 млрд. грн. у 2012 р.), займає незначну частку (10,41%).

Низька ліквідність корпоративних боргових зобов'язань пояснюється їх нижчою у порівнянні з ОВДП інвестиційною привабливістю. Комерційні банки, у портфелях яких за станом на кінець минулого року перебували державні облігації загальною вартістю близько 81 млрд. грн. (32% загального обсягу), використовують ОВДП як інструмент ліквідної застави при операціях РЕПО та як резерви під валютні депозити. Після кризи 2008-2009 рр., яка супроводжувалась у тому числі великою кількістю дефолтів за корпоративними облігаціями, банки більш ретельно вибирають напрямки використання коштів, і захищені державою цінні папери в даному випадку виглядають найбільш надійними при досить високій доходності.

При цьому ресурсна база банківських установ є обмеженою за строками вкладення, в той час як корпоративні облігації обертаються, як правило, мінімум 2-3 роки. Крім того, банки зобов'язані формувати резерви під операції з облігаціями підприємств, кредитний рейтинг яких підтримується на рівні нижче uAА, а такі випуски на ринку майже відсутні.

За даними Нацкомфінпослуг, частка облігацій в активах страхових компаній за станом на 01.10.2013 р. складала лише 1,72%. Страховики надають перевагу акціям (46,88%) та депозитним вкладам (25,03%). Частка корпоративних облігацій в активах різних типів інститутів спільного інвестування, за даними УАІБ на ту ж дату, складала 6-7%, що також пов'язано з обережністю щодо вкладання коштів ІСІ в облігації підприємств, які в 2008-2009 рр. нанесли фондам значних збитків.

При цьому з 01.01.2014 р. набув чинності Закон України «Про інститути спільного інвестування», який вводить додаткові обмеження на інвестування коштів у облігації, які не мають кредитного рейтингу інвестиційного рівня. З іншого боку, новий Закон передбачає створення спеціалізованих фондів, у тому числі облігаційних, що в довгостроковій перспективі може підвищити інвестиційну привабливість корпоративних облігацій.

Незважаючи на деяке здешевлення депозитних вкладів фізичних осіб у національній валюті (індекс

UIRD за річними вкладками протягом 2013 р. знизився з 19,38 до 17,66%), приріст роздрібної депозитної бази банків за рік склав 69,72 млрд. грн., в той час як обсяг зареєстрованих випусків корпоративних облігацій становив лише 44,76 млрд. грн. Як уже зазначалось, облігації підприємств випускаються переважно на строк від 2 років (близько 80% загального обсягу у 2013 р.), в той час як у структурі гривневих депозитів за станом на кінець грудня 2013 р. переважають кошти на вимогу (35% загального обсягу) та вклади до одного року (32%). При цьому більшість короткострокових боргових цінних паперів корпоративного сектору є цільовими та, як правило, носять технічний характер, а за процентними короткостроковими облігаціями пропонується ставка на рівні 13%.

За таких умов на внутрішньому ринку України будуть користуватись достатнім попитом лише інвесторорієнтовані випуски (порівняно висока відсоткова ставка, періодична оферта, короткий строк обігу), що є непосильними для більшості потенційних емітентів.

СТРУКТУРА ВИПУСКІВ. Результати первинного ринку корпоративних облігацій вказують на наявність структурних скосів у бізнес-сфері (управління, телекомунікації, транспорт, технічна діяльність), більшість підприємств якої перебувають у державній власності та є природними монополістами (див. рис. 1). Частка випусків, яка припадає на вказані види діяльності, за підсумками 2013 р. склала 45,3% від загального обсягу емісій. На випуски компаній фінансового сектора припадало 37,50% (в тому числі 18% – випуски комерційних банків), на випуски в сфері будівництва й операцій з нерухомістю – 11,73%; частка інших секторів була незначною.



Рис. 1. Розподіл обсягу випусків корпоративних облігацій за видами діяльності у 2013 р.

10 найбільших випусків облігацій у 2013 р. складали близько 65% від загального обсягу емісій. Найбільші випуски здійснили ДП «Державне агентство автомобільних доріг України» (5 млрд. грн.), Державна іпотечна установа (5 млрд. грн.), НАК «Нафтогаз України» (4,8 млрд. грн.), ТОВ «ЕСУ» (4,6 млрд. грн.) та «Приватбанк» (3 млрд. грн.). Це свідчить про те, що здійснювати значні за обсягом емісії були здатні лише державні інфраструктурні підприємства та найбільші комерційні банки. Слід зазначити, що наведені випуски за умовами розміщення є непублічними. У цілому, частка приватних випусків у загальному обсязі емісій корпоративних облігацій складає близько 64%. Це, в

свою чергу, свідчить про те, що на даному етапі великі емісії можуть знайти платоспроможний попит лише за наявності вузького кола зацікавлених інвесторів, у той час як розміщення на відкритому ринку може й не відбутись.

Також слід зазначити, що наведена на рис. 1 структура випусків із високою імовірністю не відображає фактичний розподіл за видами діяльності. Як доводить практика, емітенти без чітко вираженої спеціалізації досить часто використовують кошти, залучені шляхом розміщення облігацій, не за напрямками, вказаними у проспекті емісії. Крім того, для таких випусків характерні недостатня забезпеченість зобов'язань за номіналом і відсотками за облігаціями власним капіталом, грошовими потоками та ліквідними активами емітента, а також близькі до встановленого законодавством максимуму обсяги емісії, що, в свою чергу, зумовлює високий рівень боргового навантаження. Інвестиції в такі облігаційні випуски є високоризиковими, що підтверджується кредитними рейтингами спекулятивних рівнів.

ІНВЕСТИЦІЙНА ПРИВАБЛИВІСТЬ. На нашу думку, найбільш привабливими на українському ринку є облігації комерційних банків, які випускаються строком на 2-4 роки та пропонують ставку 16-20% річних. Надійність таких випусків підтверджується високими кредитними рейтингами інвестиційного рівня (uaA і вище). Серед емітентів реального сектора інвестиційно привабливими є випуски будівельних компаній та сільськогосподарських виробників, що характеризуються достатньою кредитоспроможністю (кредитні рейтинги підтримуються на рівні від uaBBB- до uaBBB+).

Таким чином, кредитний рейтинг може бути досить дієвим регуляторним інструментом, що дозволяє відокремити ринкові випуски від неринкових та спростити процес прийняття інвестиційних рішень. Незважаючи на це, велика кількість емітентів корпоративних облігацій не тільки не використовує кредитний рейтинг як інструмент підтвердження кредитоспроможності боргового інструмента з метою підвищення довіри з боку інвесторів, а й свідомо йде на порушення законодавства.

Зі здійснених у 2013 р. випусків корпоративних облігацій, які повинні були отримати рейтингову оцінку, кредитний рейтинг підтримується лише за 44% – за обсягом випусків, або 40% – за кількістю випусків.

Це свідчить про високий ступінь непрозорості вітчизняного ринку облігацій підприємств та вказує на те, що значна частка публічних емісій здійснюється не з метою реалізації інвестиційних проектів чи поповнення оборотних коштів, а для реалізації певних фінансових схем.

Таким чином, враховуючи вищевикладені факти, можна припустити, що в 2014 р. очікуваного поживлення ринку корпоративних облігацій не відбудеться, і обсяг реалізованих нових запозичень не перевищить обсяг викупу облігаційних зобов'язань.

**Леонід ДОЛІНСЬКИЙ,
Микола ТКАЧЕНКО**