

УКРАИНСКИЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

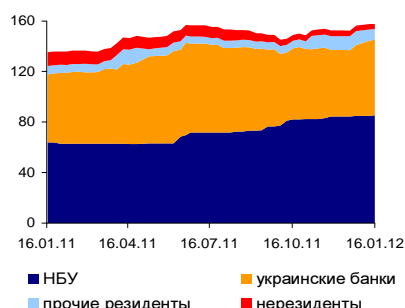
Владимир Ланда, landa@ufc-capital.com
Феликс Фурман, furman@ufc-capital.com

18 января 2012 г.

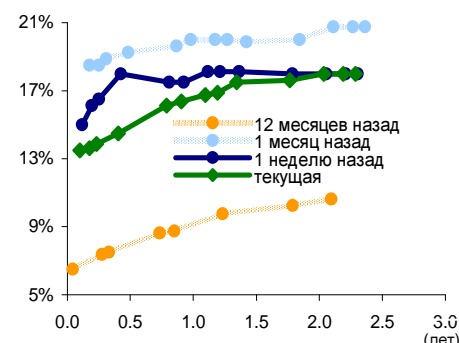
Межбанковский рынок: ставки и остатки на корреспондентских счетах банков



Держатели ОВГЗ, млрд. грн.



Изменение кривой доходности ОВГЗ (YTM)



Макроэкономика

Международное рейтинговое агентство S&P понизило долгосрочные кредитные рейтинги девяти стран еврозоны, лишив Францию и Австрию наивысшей кредитной оценки на уровне AAA. Рейтинг Франции и Австрии понижен агентством на одну ступень до AA+, Испании - на две ступени до уровня A, Италии - на две ступени до BBB+, Португалии - на две ступени до BB (ниже инвестиционного уровня). Также на одну ступень стали ниже оценки кредитоспособности Мальты, Словакии, Словении - A-, A и A+ соответственно, на две ступени - Кипра, у которого он теперь стал ниже инвестиционного уровня (BB+). Основной причиной снижения рейтинга представители агентства называют растущий системный риск в регионе. Кроме того, информация о приостановке переговоров о частичном списании греческого долга не добавляет инвесторам оптимизма. На фоне сложившейся ситуации, сообщение Moody's о возможном снижении рейтинга Украины в 2012 г. в связи с экономическими и политическими проблемами имеет еще больше шансов обрести логическое продолжение.

Кроме того, S&P понизило долгосрочный кредитный рейтинг фонда финансовой стабильности ЕС (EFSF) с максимального уровня AAA до AA+. При этом агентство отмечает, что вновь повысит рейтинг в случае, если фонд предложит новые механизмы повышения надежности ценных бумаг.

Приостановка переговоров о частичном списании греческого долга, имевшая место 13 января, увеличивает шансы дефолта Греции, которая уже в марте должна выплатить по своим долгам €14.4 млрд. Основные разногласия сторон связаны со ставкой купона по новым облигациям: кредиторы не согласны на ставку ниже 4-5% годовых. По мнению Financial Times, если условия реструктуризации долгов не будут согласованы в ближайшие дни, сделка может не состояться в срок, тогда Евросоюзу и Международному валютному фонду придется выделять Греции дополнительную финансовую помощь, в противном случае произойдет дефолт страны. Впрочем, шансы на заключение сделки остаются высокими. Ожидаемый объем списаний достиг уже 68%.

Объем международных резервов в декабре снизился еще на 1.9% - до \$31.8 млрд.

Основные индикаторы

	16.01	10.01	Изм.
Овернайт	1.98%	2.32%	-0.34 п.п.
1 неделя	4.60%	5.30%	-0.70 п.п.
2 недели	6.50%	8.00%	-1.50 п.п.
UAH/USD	7.98980	7.98980	0.00%
UAH/EUR	10.20377	10.20777	-0.04%
UAH/RUR	0.25298	0.24816	1.94%

Ставки-ориентиры UFC Capital

	16.01	10.01	Изм., п.п.
Корпоративные облигации	15.9%	15.6%	0.3
Муниципальные облигации	17.8%	17.8%	0.0
UFC депозит в UAH	15.4%	15.1%	0.3
UFC депозит в USD	6.7%	6.6%	0.1

Календарь облигаций: 19.01.2011-25.01.2012

Купонные платежи:		
20.01.12	OLVIVA	Львов, 1-A
20.01.12	OSBERE	Сбербанк России (Украина), 1-E
23.01.12	-	Укрсоцбанк, 1-G
24.01.12	OGLCHD	Галичина, 1-D
25.01.12	OLTSKC	Луцк, 1-C
25.01.12	OLTSKD	Луцк, 1-D
25.01.12	64026	Украина, 21.01.2015
25.01.12	FICBUA	Финансы и Кредит, 2014
25.01.12	107528	Украина, 20.07.2016
Оферта:		
24.01.12	OGLCHD	Галичина, 1-D
Погашение:		
21.01.12	OBVLB	Райффайзен Банк Аваль, 1-B

Совокупный государственный (прямой) и гарантированный долг Украины в 2011 г. уменьшился с 39.6% до 36.2% от ВВП. Такие оперативные данные обнародовало Министерство финансов страны. Сообщается также, что в 2012 г. запланировано его удержание на уровне 2011 г. Минфин не приводит абсолютного значения госдолга на конец 2011 г. По итогам ноября 2011 года совокупный госдолг страны составлял \$59.41 млрд., что на 9.4%, или на \$5.11 млрд. больше чем на начало года.

Министерство уточняет, что прямой госдолг в минувшем году снизился с 29.9% ВВП до 27.4% ВВП, в том числе прямой внешний долг – с 16.8% ВВП до 15% ВВП, внутренний долг – с 13.1% ВВП до 12.4% ВВП.

Напомним, что в феврале 2011 г. Минфин прогнозировал рост совокупного госдолга по итогам года до 44.2% ВВП с дальнейшим его снижением до 43.7% ВВП в 2012 г. Однако в условиях ухудшения ситуации на международных финансовых рынках и приостановки финансового сотрудничества с Международным валютным фондом Украина резко сократила заимствования, а сверхплановый рост ВВП при низкой инфляции позволил дополнительно улучшить показатель госдолга.

Впервые с октября 2009 г. **промпроизводство** продемонстрировало негативную динамику в годовом исчислении. Так, в декабре 2011 г. промышленное производство по сравнению с декабрем 2010 г. упало на 0.5%. В целом же в 2011 г. промпроизводство выросло на 7.3% г/г, что значительно меньше, чем годом ранее (11.2% г/г). Тенденция к снижению темпов промпроизводства в Украине наметилась в четвертом квартале 2011 г., что в первую очередь связано с обострением кризисных явлений в мировой экономике. Дальнейшее развитие ситуации во многом будет зависеть от внешнего спроса.

Дефицит государственного бюджета Украины по итогам 2011 г. составил 1.7% ВВП, сообщил премьер-министр Николай Азаров. По его словам, в прошлом году правительству удалось добиться перелома динамики государственного долга и начать его снижение.

Доходы государственного бюджета Украины в 2011 году составили 314.6 млрд. грн., что на 3.5% превышает установленный план, тогда как **кассовые расходы** – 332.8 млрд. грн., или на 2.9% меньше запланированного уровня. Минфин отмечает, что стабильное перевыполнение плановых показателей бюджетных поступлений позволило 14 раз вносить изменения в закон о госбюджете, в результате которых доходы увеличены на 22.4 млрд. грн., расходы – на 20.8 млрд. грн.

Денежная масса в Украине увеличилась в 2011 г. на 14.2%, в том числе в декабре – на 4.5%, до 682.7 млрд. грн. Объем **монетарной базы** за прошлый год увеличился на 6.3%, в том числе в декабре – на 3.8%, до 239.9 млрд. грн.

При этом по данным НБУ, **объем наличных вне банков** вырос в 2011 г. на 5.3% – до 192.6 млрд. грн.: в декабре расширение показателя составило 4.6%, что является традиционным явлением для последнего месяца года.

Вместе с тем, по данным Нацбанка, общий **объем банковских депозитов** вырос в 2011 г. на 17.6% (за декабрь на 4.4%) - до 486.8 млрд. грн. Объем вкладов в национальной валюте возрос за прошлый год на 17% (в декабре – на 7%), а в иностранной валюте – на 18.5% (в декабре – на 1.1%). При этом, объем средств физлиц на депозитах за весь прошлый год выросли на 13.1% (за декабрь – на 1.5%), до 307.4 млрд. грн. Средства юрлиц на депозитах увеличились за 2011 г. на 26.3% (за декабрь – на 9.9%), до 179.4 млрд. грн.

**Украинский рынок облигаций:
20 наиболее активно торгуемых бумаг
недели на ПФТС и УБ (10-13.01.2012)**

Тиккер в ПФТС	Эмитент	Купон	Объем, млн. грн.
108823	Украина, 29.01.2014	-	68.37
107510	Украина, 12.12.2012	9.9%	63.77
48219	Украина, 22.02.2012	15.6%	52.02
132674	Украина, 13.06.2012	9.8%	23.05
129118	Украина, 28.09.2016	8.8%	22.51
64893	Украина, 21.03.2012	13.0%	20.00
106181	Украина, 13.07.2016	9.5%	19.86
114136	Украина, 07.03.2012	-	19.55
115117	Украина, 26.03.2014	10.8%	9.09
118871	Украина, 30.04.2014	10.1%	8.58
129241	Украина, 15.09.2021	9.3%	6.16
129233	Украина, 10.08.2016	8.8%	4.14
132831	Украина, 28.03.2012	-	3.89
OPLTBA	Платинум Банк, 1-A	17.5%	2.41
OLEMF	СК Лемма, 1-F	-	1.95
82531	Украина-НДС2	5.5%	0.57
UTEL10	Укртелеком, 2-L	16.5%	0.32
OSHUVA	Рынок Шувар, 1-A	0.1%	0.16
OBSSTC	ТАСкомбанк, 1-C	18.0%	0.06
OBSSTB	ТАСкомбанк, 1-B	18.0%	0.04

**График ОВГЗ-аукционов
с указанием предлагаемых серий**

19.01.2012	24.01.2012	26.01.2012	31.01.2012
12 месяцев	12 месяцев	12 месяцев	12 месяцев
2 года	2 года	2 года	2 года
3 года	3 года	3 года	3 года
Индексируемые 1.5 года	Индексируемые 1.5 года	Индексируемые 1.5 года	Индексируемые 1.5 года
Индексируемые 3 года	Индексируемые 3 года	Индексируемые 3 года	Индексируемые 3 года
-	Номинированные в долларах 3 года	-	Номинированные в долларах 3 года

Ликвидность

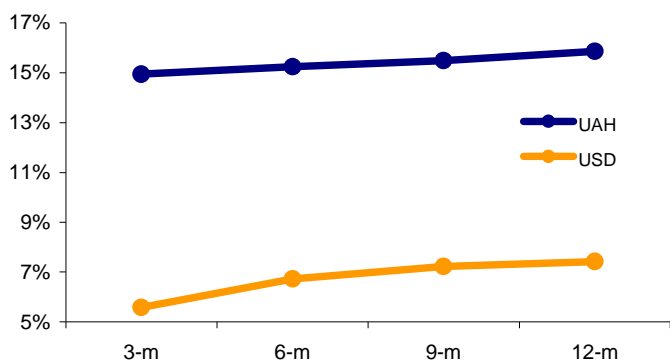
Остатки средств банков на корреспондентских счетах в НБУ несколько выросли за последнюю неделю, составив 26.4 млрд. грн. по состоянию на 17 января, тогда как 11 января значение этого показателя составляло 24.7 млрд. грн. Это привело к удешевлению и без того недорогого краткосрочного ресурса. Так, ставка «овернайт» снизилась еще на 0.3 п. п. и теперь составляет 2%. При этом недельный ресурс подешевел на 0.7 п. п. до 4.6% годовых, а двухнедельный – на 1.5 п. п. до 6.5%.

Рассчитываемая НБУ краткосрочная ставка продолжила обновлять локальные минимумы, опустившись до 4.5%, минимального значения почти за полгода.

Напомним, реализация потенциала снижения краткосрочных ставок, на наш взгляд, близка к завершению.

Депозитные ставки

Кривая доходности по депозитам для физических лиц в грн. и долл. США

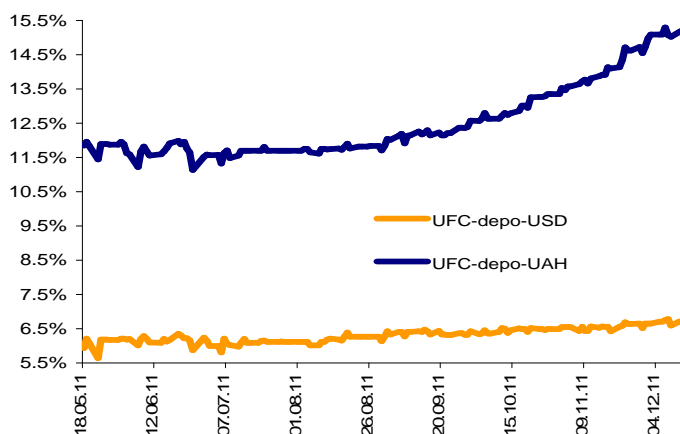


Источник: данные НБУ.

Индексы депозитных ставок после некоторого затишья возобновили рост: гривневый UFC-depo-UAH за неделю вырос сразу на 0.3 п. п. до 15.4%, тогда как долларový UFC-depo-USD прибавил более скромные 0.1 п. п., достигнув 6.7%.

Рост депозитных ставок в гривне, наравне с результатами опросов представителей бизнес-сообщества, свидетельствует о сохраняющихся рисках девальвации. Несмотря на достаточное число предпосылок снижения курса национальной валюты, достаточных оснований полагать, что оно произойдет в самом ближайшем будущем, пока нет.

Динамика депозитных ставок в грн. и долл. США



** - Индексы UFC-depo-UAH и UFC-depo-USD рассчитываются UFC Capital на основании публикуемой НБУ информации об уровне депозитных ставок (по данным агентства Thomson Reuters). Данные индексы характеризуют средний уровень ставок по депозитам для физических лиц сроком 3, 6, 9 и 12 месяцев.

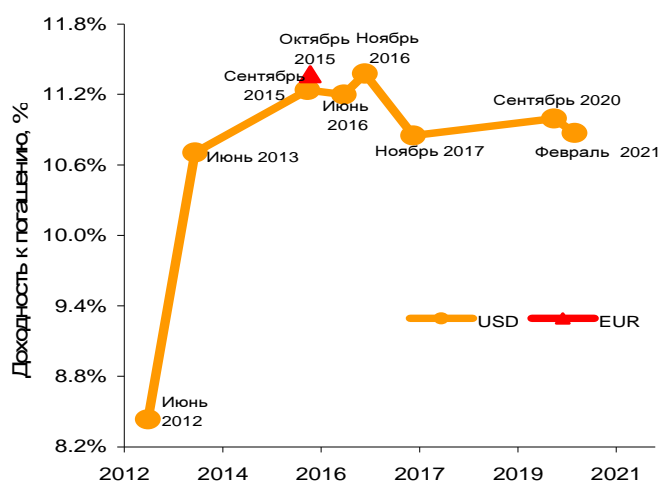
Государственные облигации

Цена украинских пятилетних CDS за неделю подскочила сразу на 5%, достигнув 928 пунктов – максимального за последние три месяца значения. Это стало скорее следствием массовых снижений рейтингов в Европе, нежели внутриукраинских факторов.

Министерство финансов Украины на **первичном аукционе 17 января** привлекло 201.8 млн. грн. и \$1.9 млн. Большая часть привлеченных средств была получена от продажи трехмесячных гривневых бумаг. Отсекаемая доходность по ним не изменилась, составив 13.5% годовых, хотя заявки были поданы в широком диапазоне 9.5-16.0%. Ещё 17.5 млн. грн. было получено от удовлетворения единственной заявки по годичным бумагам под 14.75%. Валютные облигации были проданы на сумму \$1.9 млн. путем реализации трехлетних бумаг по доходностям 9.5-9.6%. Отметим, что Минфин предпочел не удовлетворять заявки с доходностью 10% на сумму \$10 млн., равно как и гривневые заявки по шести- и девятимесячным бумагам под 15.5% и 16.5% соответственно.

На предыдущем аукционе 12 января предлагались лишь гривневые бумаги. Впрочем, тогда министерство отклонило все пять поданных заявок.

Доходность к погашению украинских государственных еврооблигаций



Источники: Bloomberg, UFC Capital.

Муниципальные облигации

Киевская горгосадминистрация склоняется к погашению еврооблигаций на \$250 млн. в 2012 г. за счет средств от размещения гривневых муниципальных облигаций. Об этом сообщил заместитель главы горгосадминистрации Руслан Крамаренко. Согласно его ожиданиям, ставка заимствования превысит ставку по ОВГЗ сопоставимого срока погашения на 3%. Киевским властям потребуется получить в Министерстве финансов соответствующее согласование ставки и объема выпуска таких облигаций. В качестве альтернативного варианта получения средств для расчетов, рассматривается привлечение столицей нового внешнего займа.

Г-н Крамаренко отметил, что у города есть несколько предложений по получению бриджового кредита на сумму внешнего долга - \$800 млн. С таким предложением обращаются несколько иностранных инвестиционных банков. Заем в этом случае будет привлекаться заранее, чтобы досрочно выкупить обязательства и тем самым сэкономить некоторую сумму. Впрочем, по оценке чиновника, реализация такого варианта менее вероятна.

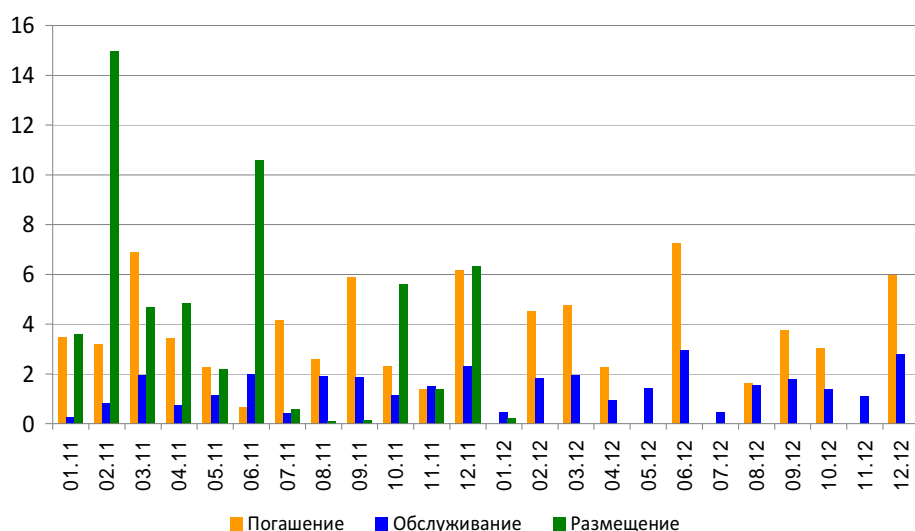
Корпоративные облигации

«Корпоративный и инвестиционный банк Креди Агриколь» повысил процентную ставку по облигациям серии С на пятый-восьмой купонные периоды с 10% до 14% годовых. Дата погашения облигаций – 9 февраля 2016 г.

Международное рейтинговое агентство Fitch Ratings подтвердило долгосрочные рейтинги дефолта эмитента **НАК «Нафтогаз Украины»** в иностранной и национальной валюте на уровне ССС. Как говорится в сообщении агентства, рейтинг гарантированных государством еврооблигаций «Нафтогаза» на \$1.595 млрд. подтвержден на уровне В с рейтингом восстановления RR4. «Рейтинги продолжают отражать, что дефолт является реальной возможностью из-за сохраняющейся слабости бизнеса "Нафтогаза", особенно его финансового положения, и сохраняющейся зависимости НАК от своевременной поддержки ликвидности со стороны правительства», – говорится в документе. Fitch рейтингует облигации «Нафтогаза» выше, чем самого эмитента благодаря наличию безусловной и безотзывной гарантии от правительства Украины. Агентство считает, что потенциальная реструктуризация бизнеса «Нафтогаза» не окажет воздействия на гарантию. В то же время, мы не рекомендовали бы закрывать глаза на риски, связанные с реструктуризацией.

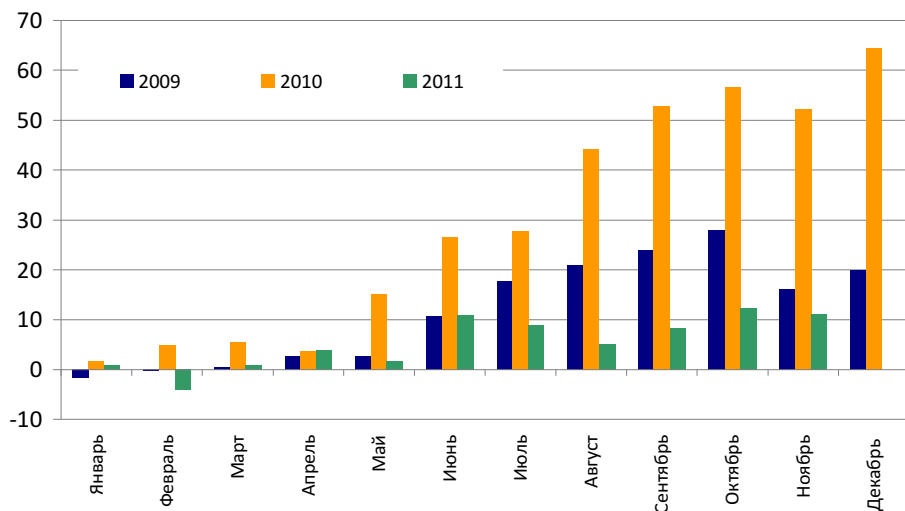
«Мегабанк» 20 декабря 2011 г. завершил размещение облигаций серии I на 200 млн. грн. Сумма привлеченных средств составила 202.15 млн. грн. Процентная ставка этих бумаг установлена на уровне 14% годовых, а их погашение запланировано в период с 15 по 20 августа 2013 г.

График размещений и выплат по облигациям внутреннего и внешнего государственного займа, млрд. грн.*



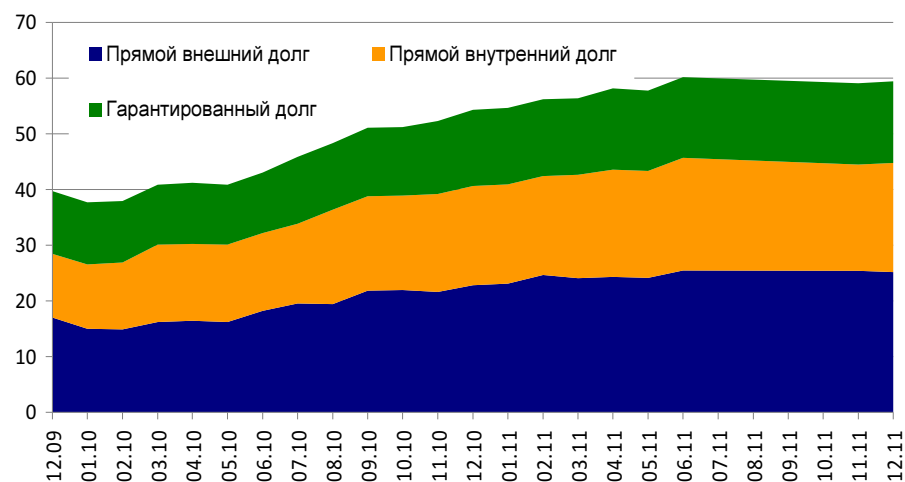
Источники: Министерство финансов, CBonds, расчеты UFC Capital.

Дефицит государственного бюджета нарастающим итогом с начала года, млрд. грн.



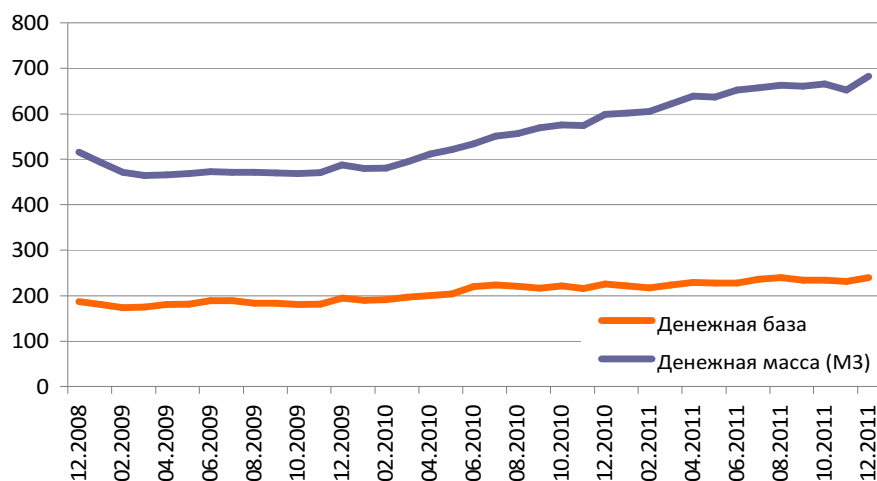
Источники: Министерство финансов, госбюджет на 2011 г.

Динамика государственного долга, \$ млрд.



Источник: Министерство финансов Украины.

Динамика денежной базы и денежной массы, млрд. грн.



Источник: Национальный банк Украины.

Еврооблигации

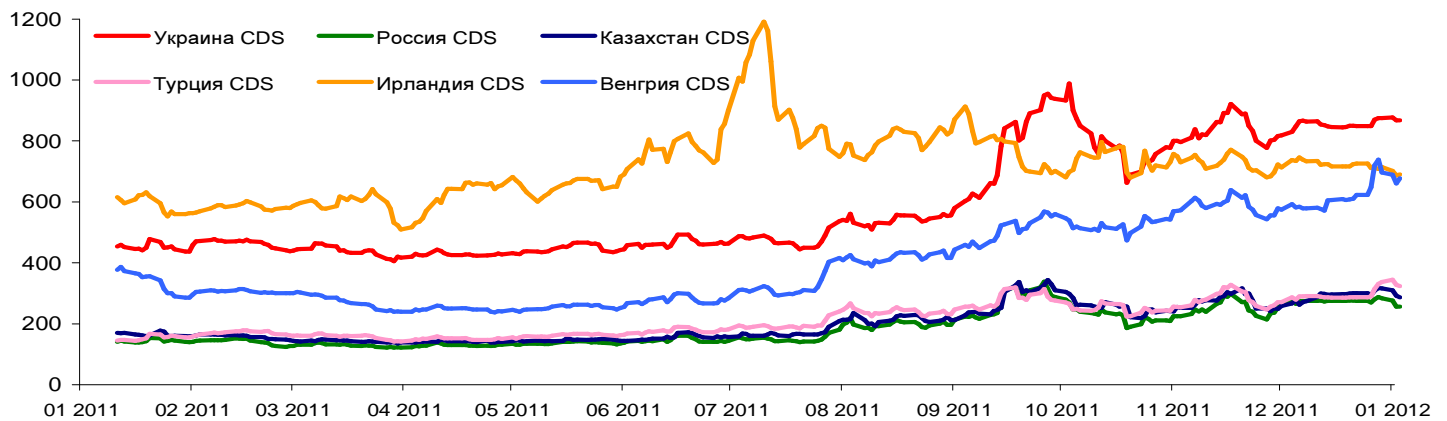
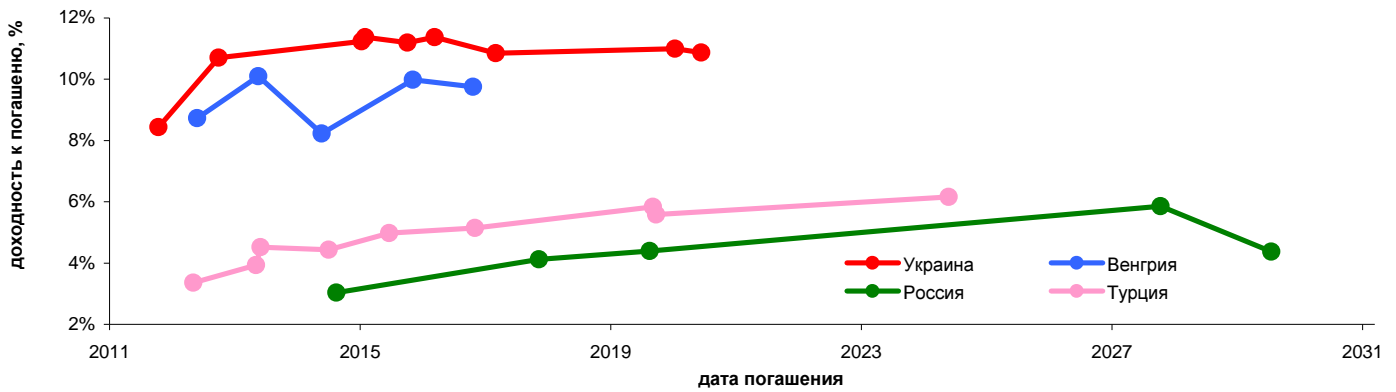
Эмитент	Bid	Ask	Доходн. (Bid)	Доходн. (Offer)	Купон	Спрэд* (Bid/Offer)	Модифиц. дюрация	Объем, млн.	Валюта	Погашение
Украина, 2012	98.75	99.50	9.33%	7.54%	6.385%	891/ 711	0.44	500	USD	26.06.2012
Украина, 2013	95.50	96.75	11.21%	10.20%	7.650%	1071/ 970	1.26	1 000	USD	11.06.2013
Украина, 9/2015	86.75	87.50	11.38%	11.10%	6.875%	1061/1034	3.04	500	USD	23.09.2015
Украина, 10/2015	80.50	81.25	11.52%	11.23%	4.950%	1033/1003	3.04	600	EUR	13.10.2015
Украина, 06/2016	82.75	83.50	11.32%	11.08%	6.250%	1039/1014	3.62	1 250	USD	17.06.2016
Украина, 11/2016	82.00	83.00	11.53%	11.22%	6.580%	1050/1019	3.87	1 000	USD	21.11.2016
Украина, 2017	82.00	83.25	11.02%	10.68%	6.750%	977/ 944	4.48	700	USD	14.11.2017
Украина, 2020	81.75	82.50	11.07%	10.92%	7.750%	940/ 924	5.71	1 500	USD	23.09.2020
Украина, 2021	83.00	83.75	10.95%	10.80%	7.950%	923/ 908	5.80	1 500	USD	23.02.2021
Киев, 2012	97.00	99.25	12.02%	9.16%	8.250%	1154/ 868	0.78	250	USD	26.11.2012
Киев, 2015	77.25	82.00	16.25%	14.29%	8.000%	1546/1351	2.99	250	USD	06.11.2015
Киев, 2016	77.50	81.50	16.71%	15.22%	9.375%	1578/1429	3.36	300	USD	11.07.2016
Укрэксимбанк, 2012	97.50	99.50	10.52%	7.52%	6.800%	1005/ 704	0.65	250	USD	04.10.2012
Укрэксимбанк, 2014	99.75	100.25	11.13%	10.85%	11.000%	-/-	-	2 385	UAH	03.02.2014
Укрэксимбанк, 2015	85.00	87.00	14.26%	13.40%	8.375%	1359/1273	2.65	500	USD	27.04.2015
Укрэксимбанк, 2016	70.50	73.50	15.94%	14.69%	5.793%	1509/1384	3.20	125	USD	09.02.2016
Приватбанк, 2012	98.75	100.00	33.67%	7.72%	8.000%	3610/ 759	0.04	500	USD	06.02.2012
Приватбанк, 2015	76.50	79.75	18.44%	16.99%	9.375%	1768/1623	2.75	200	USD	23.09.2015
Приватбанк, 2016	58.50	66.50	21.69%	17.72%	5.799%	2084/1687	3.07	150	USD	09.02.2016
Альфа-Банк (Украина), 2012	100.00	101.25	12.98%	10.50%	13.000%	1253/1008	0.49	315	USD	30.07.2012
Финансы и Кредит, 2014	55.00	65.00	47.58%	36.48%	10.500%	4706/3596	1.34	100	USD	25.01.2014
ВиЭйБи Банк, 2014	59.25	73.25	37.70%	26.16%	10.500%	3619/2522	1.95	125	USD	14.06.2014
Нафтогаз Украины, 2014	90.25	91.50	13.94%	13.34%	9.500%	1336/1276	2.20	1 595	USD	30.09.2014
ПУМБ, 2014	85.25	88.75	17.62%	15.92%	11.000%	1690/1524	2.39	275	USD	31.12.2014
ДТЭК, 2015	90.50	92.00	13.15%	12.54%	9.500%	1248/1187	2.65	500	USD	28.04.2015
МХП, 2015	89.50	91.50	14.36%	13.53%	10.250%	1369/1286	2.60	585	USD	29.04.2015
Метинвест, 2015	93.25	95.00	12.79%	12.10%	10.250%	1210/1142	2.68	500	USD	20.05.2015
Метинвест, 2018	81.75	82.50	13.21%	13.00%	8.750%	1195/1174	4.19	750	USD	14.02.2018
Авангард, 2015	73.00	77.50	20.61%	18.52%	10.000%	1984/1775	2.78	200	USD	29.10.2015
Ощадбанк, 2016	78.25	81.00	15.56%	14.50%	8.250%	1470/1364	3.14	700	USD	10.03.2016
Ferrexpo, 2016	85.50	87.75	12.38%	11.62%	7.875%	1150/1074	3.32	500	USD	07.04.2016

* – Z-спрэд к казначейским обязательствам США.

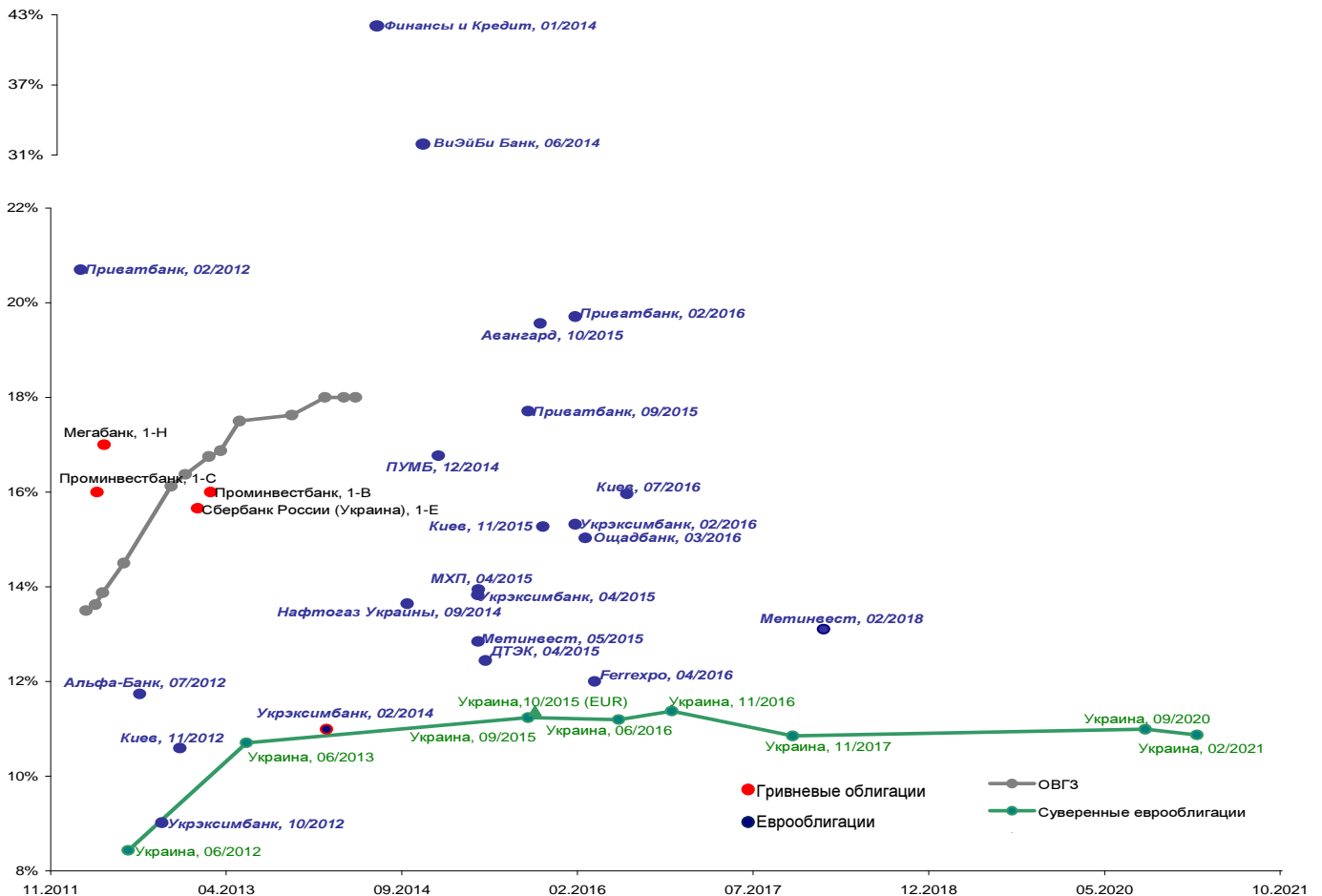
Облигации внутреннего государственного займа

Эмитент, тикер	Bid	Ask	Доходн. (bid)	Доходн. (offer)	Купон	Погашение
Украина, 48219	1 064.16	1 065.08	14.00%	13.00%	15.60%	22.02.2012
Украина, 64893	1 040.41	1 042.42	14.25%	13.00%	13.00%	21.03.2012
Украина, 53912	1 045.02	1 047.70	14.50%	13.25%	15.70%	11.04.2012
Украина, 101018	990.41	997.45	15.50%	13.50%	10.00%	13.06.2012
Украина, 61451	1 069.08	1 077.68	16.75%	15.50%	20.00%	31.10.2012
Украина, 107510	956.70	965.79	17.00%	15.75%	9.86%	12.12.2012
Украина, 64018	1 111.04	1 124.94	17.50%	16.00%	20.00%	20.02.2013
Украина, 65429	1 017.70	1 034.47	17.75%	16.00%	14.50%	27.03.2013
Украина, 119473	913.06	933.14	18.50%	16.50%	9.00%	22.05.2013
Украина, 48508	940.46	969.62	18.75%	16.50%	12.00%	23.10.2013
Украина, 108823	932.46	960.86	19.00%	17.00%	10.97%	29.01.2014
Украина, 115117	904.48	934.41	19.00%	17.00%	10.75%	26.03.2014
Украина, 118871	876.60	907.30	19.00%	17.00%	10.13%	30.04.2014
Украина, 78141 (НДС-1)	684.35	704.46	18.50%	16.25%	5.50%	27.07.2015
Украина, 82531 (НДС-2)	676.12	696.95	18.50%	16.25%	5.50%	21.08.2015
Украина, 82622 (НДС-3)	675.18	696.08	18.50%	16.25%	5.50%	24.08.2015
Украина, 83059 (НДС-4)	674.87	695.8	18.50%	16.25%	5.50%	25.08.2015

Кривые доходности суверенных еврооблигаций и динамика пятилетних CDS, б. п.



Кривая доходности ОВГЗ и эффективная доходность к погашению внутренних облигаций и еврооблигаций



ООО «Украинский фондовый центр»
01034, Украина, г. Киев, ул. Владимирская 47, офис 1
тел.: +380 (44) 391-37-78 факс: +380 (44) 391-37-79
<http://www.ufc-capital.com>

Владимир Ланда
Начальник аналитического отдела
landa@ufc-capital.com

Владимир Оваденко
Старший аналитик
ovadenko@ufc-capital.com

Феликс Фурман
Младший аналитик
furman@ufc-capital.com

© 2012 ООО «Украинский фондовый центр». Все права защищены.
Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала.
Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Мы не утверждаем, что приведенная информация и мнения верны либо представлены полностью, хотя они базируются на данных, полученных из надежных источников.
Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация этого документа в любых целях запрещены.