

Аналітичний департамент НРА «Рюрік» проаналізував статистичну інформацію ринку облігацій України за результатами I півріччя 2014 року. Проведений аналіз дозволив зробити ряд нижченаведених висновків.

Поточні макроекономічні тенденції, поряд з запровадженням змін у державному регулюванні, зумовлюють збереження високого рівня закритості ринку цінних паперів. За останніми даними НКЦПФР, загальний обсяг торгів на фондовому ринку України в 2013 році склав 1,68 трлн. грн. проти 2,53 трлн. грн. у 2012 році. При цьому суттєвих змін зазнала структура угод з фінансовими інструментами, що стосується, в першу чергу, угод з векселями, обсяг яких зменшився з 412,1 млрд. грн. до 3,4 млрд. грн.

Така динаміка пояснюється, головним чином, запровадженням податку (акцизу) на відчуження цінних паперів поза організаторами торгівлі. Векселі, які використовувались переважно для реалізації фінансових схем, є специфічним інструментом та не можуть обертатись на фондовій біржі, тому угоди з ними стали занадто витратними. При цьому податок поширюється і на розрахункові операції з векселями, що значно знижує можливості підприємств щодо залучення обігових коштів в умовах гострого дефіциту кредитних та інвестиційних ресурсів.

Ринок знайшов альтернативу векселям у вигляді інвестиційних сертифікатів, операції з якими не обтяжені податком та використовуються, як правило, для перерозподілу коштів у межах фінансово-промислових груп та коригування показників фінансової звітності комерційних банків. Так, у 2013 році обсяг контрактів з цінними паперами ІСІ збільшився зі 137,7 млрд. грн. до 496,5 млрд. грн., а їх частка в сукупному обсязі угод зросла з 5,44% до 29,61%.

Умови доволі жорсткої грошово-кредитної політики в Україні протягом останніх років обмежують можливості позичальників користуватись довгостроковим фінансуванням під адекватні відсоткові ставки, що могли б покриватись ростом виручки та прибутковості діяльності. При цьому макроекономічні умови та очікування їх подальшого ускладнення протягом I півріччя 2014 року зумовлювали збереження доволі високих кредитних ризиків для інвесторів у суверенні боргові зобов'язання, у корпоративні цінні папери та банківські продукти.

Незважаючи на несприятливу ринкову кон'юнктуру та деяке очищення фондового ринку від «сміттєвих» цінних паперів, в цілому за підсумками I півріччя 2014 року відбулось збільшення обсягів операцій з цінними паперами. Обсяг торгів на фондових біржах України в I півріччі 2014 року становив 215,94 млрд. грн. (188,94 млн. грн. за підсумками аналогічного періоду 2013 року). Проте, як і раніше, зростання відбулось, у першу чергу, за рахунок подальшого підвищення активності на ринку державних облігацій, частка операцій з якими за підсумками 2013 року склала близько 74%, а за підсумками I півріччя 2014 року – близько 86%.

Протягом I півріччя 2014 року українські фінансові ринки діяли в умовах подальших девальваційних очікувань та адміністративних методів регулювання валютного ринку. В умовах скорочення основних показників реального сектору економіки, який є досить чутливим до кон'юнктури зовнішніх ринків сировини, та за відсутності вагомих передумов для покращення ділового клімату в найближчій перспективі, фондовий ринок України, як індикатор тенденцій розвитку реального сектору економіки, зміщує акценти з пайових інструментів на інструменти з фіксованою доходністю.

Зміщення вищенаведених фокусів інвесторів відобразилось на структурі торгів цінними паперами на біржовому ринку.

Обсяг торгів з акціями за підсумками січня-червня 2014 року становив 8,31 млрд. грн., або 3,85% сукупного обсягу (45,33 млрд. грн. у 2013 році; 23,44 млрд. грн. у 2012 році; 79,43 млрд. грн. у 2011 році). Частка операцій з облігаціями (облігації підприємств, державні облігації України, облігації місцевих позик) зросла з 84,62% до 92,65% за рахунок збільшення частки операцій з державними облігаціями (з 74,02% до 86,28%). Слід зазначити, що збільшення обсягів торгів з ОВДП частково зумовлено зростанням номінальної вартості валютних ОВДП внаслідок девальвації національної валюти. Питома вага операцій з облігаціями підприємств скоротилась з 10,41% до 6,35%.

При цьому в I півріччі 2014 року продовжилось «заморожування» ринку муніципальних облігацій, частка контрактів за якими знизилась з 0,19% до 0,02%. Поточна ситуація на ринку облігацій місцевих позик пояснюється нездатністю місцевих бюджетів конкурувати з державою, яка відтягує на себе лівову частку ліквідності на внутрішньому ринку запозичень.

На ринку державних облігацій безумовними лідерами за обсягом здійснених операцій за підсумками 2012 року були ФБ Перспектива та ФБ ПФТС. При цьому протягом 2013 року відбулось суттєве розширення частки операцій з державними облігаціями на ФБ Перспектива – з 58,91% до 80,39%. За підсумками I півріччя 2014 року ФБ Перспектива та ФБ ПФТС утримували відповідно 83,38% та 16,58% біржового ринку ОВДП. На інших фондових біржах обсяг операцій з державними цінними паперами був незначним.

Лідером за обсягом контрактів з облігаціями підприємств за підсумками 2013 року була ФБ ПФТС, частка якої у цьому сегменті складала 56,61%. За підсумками I півріччя 2014 року біржа наростила свою частку до 66,28%. Одночасно з цим в операціях з корпоративними облігаціями скоротилась частка ФБ Перспектива, яка за результатами I півріччя 2014 року складала 19,23% (24,10% результатами 2013 року). Частка операцій з облігаціями підприємств на УБ за підсумками I півріччя 2014 року зменшилась з 4,64% до 0,96%. На інших організаторах торгівлі було виконано 13,54% обсягу операцій з корпоративними облігаціями, в тому числі на КМФБ – 10,60%.

Обсяг випусків цінних паперів є одним з головних показників розвитку фондового ринку. Загальний обсяг випусків емісійних цінних паперів, зареєстрованих НКЦПФР, станом на 01.07.2014 р. складав 1,39 трлн. грн. Протягом I півріччя 2014 року НКЦПФР зареєструвала випуски емісійних цінних паперів на загальну суму 43,67 млрд. грн. (57,63 млрд. грн. за I півріччя 2013 року). Серед фінансових інструментів за I півріччя 2014 року найбільші обсяги випусків було зареєстровано за акціями (11,44%), облігаціями підприємств (46,17%) та інвестиційними сертифікатами ПФ (37,05%).

НКЦПФР за I півріччя 2014 року зареєструвала 96 випусків облігацій підприємств на суму 20,16 млрд. грн. (105 випусків на суму 14,88 млрд. грн. в аналогічному періоді 2013 року). У I півріччі 2014 року комерційні банки здійснили емісію облігацій на загальну суму 4,95 млрд. грн., а страхові компанії облігації взагалі не випускали. Таким чином, тенденція останніх 10 років (найбільшою питоною вагою в загальному обсязі зареєстрованих

випусків облігацій характеризувались облігаційні випуски підприємств) збереглася.

В поточних ринкових умовах здійснювати значні за обсягом емісії здатні лише великі інфраструктурні підприємства та найбільші комерційні банки. Разом з тим, наведені випуски за умовами розміщення є неpubлічними. Це свідчить про те, що на даному етапі великі емісії можуть знайти платоспроможний попит лише при наявності вузького кола зацікавлених інвесторів, в той час як розміщення на відкритому ринку може і не відбутись.

Результати первинного ринку корпоративних облігацій вказують на наявність структурних скосів в бік інфраструктурної сфери (управління, телекомунікації, транспорт, технічна діяльність), більшість підприємств якої перебувають у державній власності та є природними монополістами.

Також слід зазначити, що структура випусків за видами діяльності з високою ймовірністю не відображає їх фактичний розподіл. Як показує практика, емітенти без чітко вираженої спеціалізації досить часто використовують кошти, залучені шляхом розміщення облігацій, не за напрямками, вказаними в 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.

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, але й свідомо йде на порушення законодавства.

Зі здійснених у 2013 році випусків корпоративних облігацій, які повинні були отримати рейтингову оцінку, кредитний рейтинг підтримується лише близько за 45% емісій (у вартісному виразі). 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.

У I півріччі 2014 року Міністерством фінансів України було розміщено облігацій внутрішніх державних позик на суму 51 066,28 млн. грн. та 454,46 млн. дол. США. Найбільшим попитом серед інвесторів користувались ОВДП зі строком обігу до п'яти років, тоді як у попередні роки обсяг розміщених короткострокових паперів, особливо до 1 року, значно перевищував інвестиції в довгострокові ОВДП.

У липні 2014 року Міністерством фінансів було розміщено ОВДП, які випущені для відшкодування сум податку на додану вартість, на суму 5,45 млрд. грн. з середньозваженою доходністю 9,5%. Даний інструмент, з одного боку, має підвищити рівень ліквідності українського фондового ринку, а з іншого – забезпечити притік оборотних коштів підприємствам реального сектору.

Низька ліквідність корпоративних боргових зобов'язань пояснюється їх нижчою порівняно з ОВДП інвестиційною привабливістю. Комерційні банки, використовують ОВДП як інструмент ліквідної застави при операціях РЕПО та в якості резервів під валютні депозити. Після кризи 2008-2009 років, яка супроводжувалась в тому числі великою кількістю дефолтів за корпоративними облігаціями, банки більш ретельно вибирають напрями використання коштів, і захищені державою цінні папери в даному випадку виглядають найбільш надійно при досить високій доходності. При цьому ресурсна база банківських установ, яка формується переважно короткостроковими коштами фізичних осіб, є обмеженою за строками вкладення, в той час як корпоративні облігації обертаються, як правило, мінімум 2-3 роки.

За даними інформаційного агентства Cbonds, лідером за обсягами угод з ОВДП на біржовому та позабіржовому ринках за підсумками I півріччя 2014 року були Ощадбанк (20,69%), ІСУ (15,61%), та Укргазбанк (14,10%). НРА «Рюрік» відзначає відносно високий рівень концентрації вторинного ринку ОВДП (біржовий та позабіржовий ринки) – на ТОП-3 торговці припадало 50,40% (41,80% у 2013 році) здійснених угод з ОВДП, на ТОП-10 – 87,14% (77,84% у 2013 році).

Таким чином, беручи до уваги поточні проблеми та перспективи розвитку ринку облігацій України, НРА «Рюрік» вважає, що за підсумками 2014 року відбудеться подальше розширення ринку державних цінних паперів, в той час як на ринку корпоративних облігацій обсяг реалізації нових запозичень буде значно нижчим, ніж обсяг викуплених та погашених випусків.

Аналітичний департамент НРА «Рюрік» на регулярній основі відслідковує та аналізує поточний стан і тенденції розвитку вітчизняного ринку облігацій, що знаходить своє відображення у відповідних щоквартальних аналітичних оглядах.

Огляд підготовлено аналітичним департаментом НРА «Рюрік» на основі офіційних даних НБУ (режим доступу: <http://bank.gov.ua>), НКЦПФР (режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua>), Міністерства фінансів України (режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>), Державного комітету статистики України (режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>), Української асоціації інвестиційного бізнесу (режим доступу: <http://www.uaib.com.ua>), фондової біржі ПФТС (режим доступу: <http://www.pfts.com>), Української біржі (режим доступу: <http://www.ux.ua>), фондової біржі «Перспектива» (режим доступу: <http://fbp.com.ua>), інформаційного агентства Cbonds (режим доступу: <http://www.cbonds.info>).

Повні версії аналітичних оглядів завжди є у вільному доступі на офіційному сайті НРА «Рюрік» (<http://rurik.com.ua>).

Відповідальний за випуск:

Директор з розвитку НРА «Рюрік», к.е.н.,
Долінський Леонід Борисович, тел. (044) 383-04-76.

Відповідальний аналітик:

Старший фінансовий аналітик,
Ткаченко Микола Анатолійович, тел. (044) 484-00-53, вн. 109.

НРА «Рюрік»

☎ **04053 Україна, м. Київ, вул. Артема, 52а**

+38 (044) 383-04-76, +38 (044) 484-00-53

e-mail: info@rurik.com.ua

www.rurik.com.ua