

Fixed Income Strategy

Внешний дисбаланс Украины в преддверии выборов

По мере приближения октябрьских выборов Украине придется выбрать один из трех вариантов решения проблемы внешних дисбалансов: капитуляцию в переговорах с Россией, девальвацию гривны или тайм-аут. С политической точки зрения два первых варианта неприемлемы, поэтому украинское правительство, очевидно, предпочло третий вариант – взять тайм-аут. Данный путь предполагает, что в первом полугодии 2012 г. сохранится давление на суверенные спреды либо из-за дорогостоящего выпуска внешних долговых обязательств, либо из-за дальнейшего истощения золотовалютных резервов страны.

Три сценария на 2012 г.:

Капитуляция: уступить России по газовым транзитным маршрутам и отказаться от прежних попыток сохранить экономическую и политическую независимость.

Девальвация: возобновить переговоры с МВФ, что сопряжено с риском ужесточения условий гибкости обменного курса (фактически это означает девальвацию национальной валюты) вдобавок к существующим обязательствам по либерализации внутренних тарифов на газ.

Тайм-аут: ожидать (или надеяться на) притока иностранной валюты от июньского чемпионата Европы по футболу, недавно объявленной программы приватизации или внешних заимствований.

Дополнительный сценарий: на сегодняшний день дефолт остается очень маловероятным сценарием, но погашение обязательств и процентов в 2012 г., составляющих, по оценке, \$11,7 млрд, действительно представляют собой немалую угрозу существующему положению дел. В график погашений на текущий год включены локальные облигации, номинированные в гривнах и долларах США, один выпуск еврооблигаций, недавно пролонгированный заем ВТБ и задолженность перед МВФ.

Часть предстоящих к погашению обязательств можно пролонгировать, но вряд ли к ним относятся выплаты по кредиту МВФ – их сложно будет отсрочить без возобновления «замороженной» в настоящее время программы (см. вариант «Девальвация»), а для отсрочки выплат по кредиту ВТБ Украине, вероятно, в очередной раз придется идти на уступки России (см. вариант «Капитуляция»).

Прогноз: Госдолг Украины, составляющий 37,2% ВВП, остается приемлемым по сравнению с соседними странами и сопоставимыми суверенными заемщиками, а дефицит бюджета 2011–2012 гг. поддается контролю, особенно если сравнить размеры превышения расходов над доходами в бюджет, которыми в настоящее время оперирует рынок благодаря еврозоне. Удовлетворение финансовых нужд, тем не менее, представляет для Украины серьезную проблему, особенно при сохранении статуса-кво в МВФ и отношений с Россией.

Проект госбюджета на 2012 г. для покрытия финансовых расходов в текущем году предполагает заимствования в объеме \$12,3 млрд, однако локальный рынок слишком мал для выпуска новых бумаг на сумму более \$3 млрд, тогда как внешние рынки неприступно дороги со среднесрочной доходностью выше 10%.



Взгляд на рынок: Новые попытки Украины возобновить программу МВФ – шаг в верном направлении, но мы опасаемся, что ужесточение условий может стать причиной дальнейших задержек. В таком случае Украина будет вынуждена выходить на внешние рынки долговых обязательств по невыгодным ставкам или отсрочить рефинансирование до тех пор, пока после выборов не будут приняты жесткие меры, но они способны привести к еще большему истощению золотовалютных средств Национального банка Украины (НБУ).

Так или иначе, это повлияет на спреды облигаций внешнего займа, поэтому мы предпочитаем воздержаться от вложений в длинные украинские бумаги невзирая на наблюдавшееся на прошлой неделе ралли. В условиях маловероятного дефолта инвесторы, судя по всему, предпочитают короткий выпуск украинских облигаций с погашением в 2012 г. Мы предупреждаем о том, что по существующей очередности выплат в июне текущего года данные облигации будут погашаться после всех других обязательств, среди которых самым главным является кредит ВТБ (\$2 млрд). Как и прежде, мы отдаем предпочтение корпоративным облигациям, эмитенты которых не связаны с государством и могут выиграть от возможной переоценки национальной валюты позднее в нынешнем году. Среди них выигрышно смотрятся бумаги DTEKUA'15, спред которых, по нашим оценкам, может сузиться еще на 200 б.п. несмотря на недавнее ралли.

Варианты сокращения дефицита

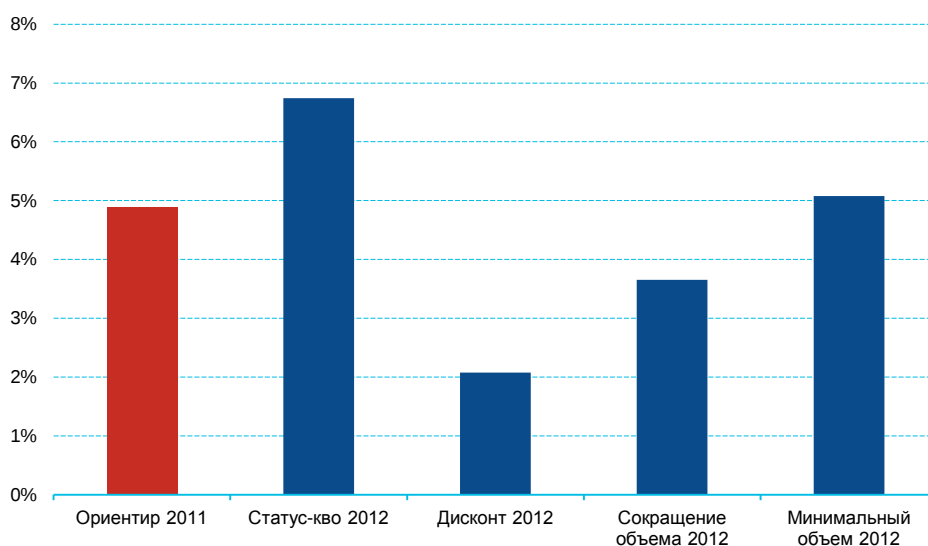
Несмотря на неиссякаемый поток новостей о газовой сделке России и Украины, значительные коррективы в состоянии счета текущих операций и рефинансировании долговых обязательств Украины маловероятны, – какие бы реалистичные сценарии не рассматривались, – пока не будут внесены иные изменения, не касающиеся газовой сделки.

Далее мы приводим различные сценарии на 2012 г. относительно дефицита счета текущих операций, основываясь на нескольких вариантах импорта российского газа (рис. 1). Оставляя прочие составляющие счета текущих операций на уровне ЗК11 в годовом исчислении, мы варьируем стоимость и объем импортируемого газа для оценки дефицита бюджета на следующий год в рамках обозначенных ниже сценариев:

1. **Статус-кво:** объем 2011 г. (~40 млрд куб. м) и текущая цена газа (\$416).
2. **Дисконт:** объем 2011 г. (~40 млрд куб. м) и благоприятная для Украины цена газа (\$212)*.
3. **Сокращение объема:** объем, который Украина намерена приобрести (27 млрд куб. м), если условия сделки не будут улучшены при текущей цене газа (\$416).
4. **Минимальный объем:** объем, который Украина, согласно контракту, обязана приобрести (33 млрд куб. м), при текущей цене газа (\$416).

Рис. 1. Прогноз дефицита платежного баланса на 2012 г.

При варьируемой стоимости и объеме газа прочие переменные соответствуют уровням ЗК11 в годовом исчислении.



Источники: «Открытие Капитал»

Данный анализ показывает, что значительные улучшения в платежном балансе Украины возможны только при ощутимом снижении стоимости газа или резком сокращении импорта газа, если не произойдет каких-либо иных изменений. В рамках сценария «Дисконт» дефицит сократится примерно до 2%, но мы сомневаемся в его реалистичности, поскольку Россия вряд ли столь сильно снизит стоимость газа, если Украина не пойдет на большие политические и экономические уступки, которым она всячески сопротивлялась («Капитуляция»). Сценарий «Сокращение

* озвученная официальными представителями Украины в ходе состоявшихся осенью 2011 г. переговоров с Россией

объема» также мог несколько улучшить ситуацию с платежным балансом, но и в его реалистичности мы тоже сомневаемся из-за ограничений, наложенных текущим договором по принципу «бери или плати». Сокращение объема импорта газа до оговоренного минимума или же сохранение импорта в объеме текущего года лишь усугубит дефицит Украины в 2012 г.

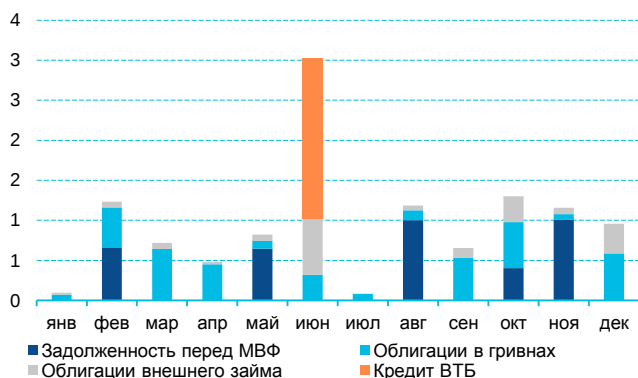
Потребности в финансировании

В этом году график погашений обязательств Украины будет довольно интенсивным (рис. 2). Без подстраховки в виде возобновленной программы кредитования МВФ или улучшения отношений с Россией имеющийся на данный момент план финансирования не вызывает доверия, если сопоставлять его с фактическими прошлогодними цифрами, причем в первой половине 2011 г. рынок был куда более емким.

Крайне беспокойным месяцем обещает быть в текущем году июнь, особенно если не будет реструктурирован кредит ВТБ на \$2 млрд. В декабре прошлого года кредит был вновь пролонгирован на полгода – в последний раз по действующим условиям. Стремление властей преобразовать кредит в долгосрочный возобновляемый механизм финансирования так и осталось лишь пожеланием, следовательно, срок погашения кредита наступит в июне. Если учесть состояние отношений между Россией и Украиной, о которых можно судить по переговорам о газовых соглашениях, то согласовать рефинансирование, как мы полагаем, вряд ли будет просто.

Рис. 2. График погашения задолженности в 2012 г.

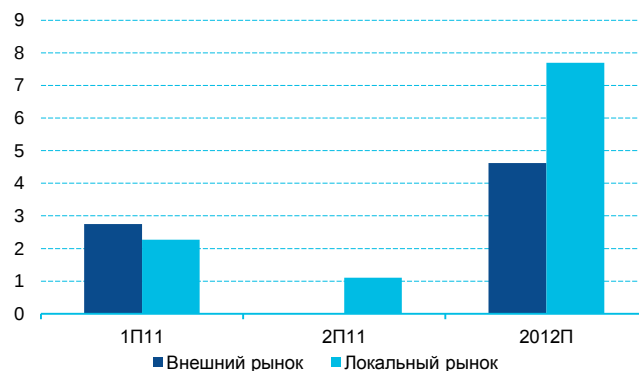
Погашение внутреннего и внешнего госдолга, кредита МВФ, выплата процентов, \$ млрд



Источники: Bloomberg, МВФ, «Открытие Капитал»

Рис. 3. Предварительный план привлечения финансирования в 2012 г.

Предварительные заимствования на 2012 г. в сравнении с фактическим привлечением средств в 2011 г., \$ млрд



Источники: Bloomberg, «Открытие Капитал»

Текущий план заимствований на 2012 г. (рис. 3) не представляется выполнимым в нынешних рыночных условиях, в том числе из-за значительной роли внутреннего рынка. В прошлом году Украина разместила лишь два выпуска еврооблигаций (оба в первом полугодии), а выпуск внутренних обязательств во втором полугодии существенно осложнился по сравнению с первым по причине дефицита гривневой ликвидности и обоснованных ожиданий девальвации (рис. 3).

По информации агентства Bloomberg, Украина во второй половине прошлого года отказалась от проведения 75% аукционов по размещению внутренних обязательств (111 аукционов было отменено и лишь 35 состоялись). Остается загадкой, как правительство может ставить целью четырехкратное увеличение заимствований на внутреннем рынке в 2012 г. без масштабных уступок в части доходности, если к тому же усилятся опасения, связанные с корректировкой курса гривны, а инвесторы будут рассчитывать на еще более значительные премии. Более того, сейчас, когда доходность еврооблигаций по-прежнему превышает 10%, а спреды

пятилетних свопов «кредит-дефолт» вновь находятся выше уровня 850 б.п., почти двукратное увеличение продаж еврооблигаций по сравнению с прошлым годом (тогда спреды колебались в районе отметки 450 б.п.) также представляется неоправданным.

Перспективы

На долю МВФ приходится более 30% всех погашений и выплаты процентов в нынешнем году (около \$3,7 млрд), что, как можно предположить, должно стать дополнительным аргументом для правительства в пользу возобновления переговоров с фондом. На этой неделе ожидается визит в Вашингтон делегации, возглавляемой новым министром финансов В. Хорошковским, но на прошлой неделе премьер-министр Н. Азаров в очередной раз заявил, что Украина не готова ко второму этапу повышения тарифов на газ и в качестве альтернативы представит МВФ «пакет документов».

Поскольку о скором подписании нового соглашения по газу речи, очевидно, не идет, остается неясным, что же конкретно предлагает Украина. МВФ не так давно представил фактические оценки своей программы кредитования в 2008 г. (которая предшествовала приостановленной ныне второй программе резервного кредита), неоднократно выражая недовольствие по поводу неспособности украинских властей выполнить взятые на себя обязательства. В связи с этим логично было бы предположить, что кредитор продолжит настаивать на реальных действиях как условии для возобновления кредитования.

Взгляд на рынок

Мы по-прежнему рекомендуем избегать длинных еврооблигаций Украины и воздержаться от попыток угнаться за ралли прошлой недели. Если оптимизм в ближайшем будущем сохранится в отсутствие реальных соглашений с МВФ или Россией, то, как и в случае псевдоралли октября прошлого года, среднесрочные облигации станут неплохими инструментами для коротких позиций, но на данный момент ценовые уровни не располагают к их открытию. На коротком участке кривой в результате наблюдавшегося в последнее время восстановления котировки выпуска Украина 12 подросли до справедливых уровней, но мы рекомендуем проявить осмотрительность тем клиентам, которые планируют удерживать еврооблигации Украина 12 до погашения, и учесть график июньских погашений:

Табл. 1. Отдельные займы, по которым в июне наступает срок погашения

Инструмент	Дата погашения	Сумма (в долларовом эквиваленте)
UKRGB 10% 2012	6/13/2012	125 000
Кредит ВТБ	6/14/2012	2 000 000
UKRGB 0% 2012	6/20/2012	93 272
UKRAIN 6.385 2012	6/26/2012	500 000

Источник: Bloomberg

Обратим внимание, что срок погашения выпуска Украина 12 наступает в июне в последнюю очередь и, что важнее всего, после кредита ВТБ. Хотя изменение сроков погашения кредита остается крайне маловероятным, мы все же полагаем, что украинские власти вернутся в мае за стол переговоров с российским кредитором либо выйдут на внешний рынок с крупными заимствованиями. В отсутствие договоренности с МВФ это станет негативным фактором для среднесрочных облигаций, но гарантирует погашение выпуска Украина 12.

Если не удастся договориться с ВТБ или привлечь средства на рынке, июньские погашения приведут к существенному оттоку валютных резервов НБУ, что также окажет давление на котировки среднесрочных долговых

бумаг. В любом случае, мы не видим оснований для вложений в среднесрочные облигации, разве что в расчете на маловероятный вариант широкого жеста со стороны МВФ или России.

Если рассуждать более конструктивно, то мы отдаем предпочтение бумагам украинских корпоративных заемщиков, которые не контролируются напрямую государством, но, тем не менее, пострадали из-за общего негативного отношения инвесторов к Украине в последние полгода. Из инструментов частных эмитентов мы по-прежнему положительно оцениваем выпуск ДТЭК 15 – даже после ралли последнего времени потенциал дальнейшего сужения спреда составляет порядка 200 б.п.

ДТЭК близка к завершению серии покупок в рамках прошлогодней программы приватизации: компания сейчас контролирует Киевэнерго, Западэнерго и Донецкоблэнерго, а также ожидает результатов рассмотрения своей заявки, победившей в конкурсе на покупку пакета акций Днепрэнерго. В общей сложности компания совершила приобретения немногим более чем на \$500 млн, что ближе к нижней границе предполагавшегося нами диапазона расходов. Во второй половине прошлого года ДТЭК удалось получить более \$1 млрд на свои планы по участию в приватизации; кроме того, на конец первого полугодия компания располагала денежными средствами в размере порядка \$250 млн. Хотя в СМИ появлялись сообщения, что в зависимости от результатов приватизации ДТЭК может рассмотреть возможность привлечения дополнительных средств в иностранной валюте для рефинансирования задолженности своей дочерней структуры в гривнах (\$400 млн в долларовом эквиваленте), мы считаем, что при значительной ликвидности, доступной ДТЭК, и сравнительно небольшой стоимости приобретений привлечение дополнительного финансирования в нынешнем году – посредством кредита или еврооблигаций – не является необходимостью. Что касается номинированной в долларах США задолженности ДТЭК, то экспортная выручка существенно превышает масштабы краткосрочных платежей. В целом мы считаем ДТЭК одним из сильнейших заемщиков Украины.



Засвидетельствование аналитиков

Указанные в подготовленных Группой «Открытие» отчетах аналитики свидетельствуют, что:

- 1) отраженная в отчетах точка зрения в точности отражает их личный взгляд на рассматриваемые ценные бумаги или эмитента,
- 2) размер их вознаграждения ни полностью, ни частично не зависит, не зависит и не будет зависеть прямо или косвенно от конкретных рекомендаций или точки зрения, изложенных аналитиком в подготовленных Группой «Открытие» отчетах.

Указанные в подготовленных Группой «Открытие» отчетах аналитики получили вознаграждение, размер которого базируется на различных факторах, в том числе на совокупных доходах группы «Открытие», часть которых поступает в результате инвестиционно-банковской деятельности Группы «Открытие».

Важное уведомление

Инвестиционная аналитика (Аналитика) была изначально представлена на английском языке компанией Otkritie Securities Ltd., деятельность которой разрешена и регулируется Управлением по финансовым услугам Великобритании (FSA). Перевод Аналитики на русский язык публикуется в ознакомительных целях.

Английская версия аналитического материала, в тех случаях, когда это необходимо, содержит важную информацию об эмитенте и описание в общих чертах известных на данный момент конфликтов интересов, которые могут невольно повлиять на объективность аналитика (аналитиков) в отношении эмитента, являющегося объектом настоящего аналитического исследования. Прочая важная раскрываемая информация также включается в аналитический материал, либо приводятся гиперссылки для доступа к ней.

В отношении данного аналитического обзора действует заявление об ограничении ответственности на английском языке, размещенное по адресу <http://research.otkritie.com/en/disclaimer/>.

Критерии присвоения рекомендаций

По ценным бумагам эмитентов на момент публикации аналитического материала может быть установлена одна из трех нижеуказанных рекомендаций. Мнение аналитика строится на основании одной или нескольких инвестиционных стратегий из числа следующих: (1) стратегия инвестирования в долговые инструменты эмитента или сектора; (2) стратегия относительной стоимости; (3) стратегия, ориентированная на вектор движения рынка. Первая инвестиционная стратегия предполагает оценку конкретного эмитента или сектора. Вторая стратегия учитывает перемещения ценной бумаги относительно собственной кривой доходности эмитента, её сопоставление с другой ценной бумагой того же или иного эмитента, либо сектора в целом. Данная стратегия учитывает вес ценной бумаги в инвестиционном портфеле относительно ее доли в структуре рыночного индекса. Третья стратегия может быть основана на оценке совокупной доходности или спреда длинных или коротких позиций по инструментам в сравнении с государственными облигациями, кредитными дефолтными свопами или кривой доходности фьючерсов.

Прогноз совокупной доходности / спреда базируется на анализе (но не ограничивается им) изменений фундаментальных характеристик, активности торговых операций, рейтингах, присвоенных и пересматриваемых рейтинговыми агентствами, или последствий сделок эмитента с более высоким или низким кредитным рейтингом в сфере слияний и поглощений.

**Покупать / Лучше рынка /
Вес больше, чем в индексе:**

ожидается, что совокупная доходность / спред по ценной бумаге будут более привлекательными с инвестиционной точки зрения по сравнению с результатом, полученным в соответствии с выбранной стратегией оценки.

**Держать / Наравне с рынком /
Вес, равный весу в индексе:**

ожидается, что средняя совокупная доходность / спред по ценной бумаге будет сопоставимым по значениям с результатом, полученным в соответствии с выбранной стратегией оценки.

**Продавать / Хуже рынка /
Вес меньше, чем в индексе:**

инвесторам следует относиться с осторожностью к вложениям в ценную бумагу, совокупная доходность / спред по которой ожидается непривлекательным с инвестиционной точки зрения по сравнению с результатом, полученным в соответствии с выбранной стратегией оценки.

Политика аналитического освещения. Аналитик может по своему усмотрению приводить новые сведения с учетом имеющейся информации об эмитенте, секторе и/или рынке, являющемся предметом освещения, если таковые могут влиять на его (ее) мнение, изложенное в ранее опубликованном аналитическом материале.

Отзыв рекомендаций и прогнозов на пересмотр. В случае если в деятельности эмитента, освещением ценных бумаг которого занимается аналитик, происходит значимое событие, влекущее за собой объявление новых данных, рекомендации и прогнозы в отношении ценных бумаг данного эмитента могут быть пересмотрены. Такие действия не обязательно предполагают изменение рекомендации и прогнозов, представленных в ранее опубликованном аналитическом обзоре, но свидетельствуют о том, что аналитик тщательно изучает ситуацию или ожидает появления необходимых для переоценки прогнозируемой динамики ценных бумаг новых сведений.

Возможные ограничения. В случае если публикация аналитического материала ограничивается юридическими, регулятивными или договорными обязательствами, то предоставление рекомендаций и прогнозов также будет подпадать под ограничения. Инвесторам не следует руководствоваться мнениями, содержащимися в ранее опубликованных аналитических материалах, поскольку они могут больше не отражать текущей оценки аналитиком ожидаемой доходности от вложений. При наличии возможных ограничений, касающихся публикации аналитического материала, аналитик не всегда имеет возможность предоставлять инвесторам информацию об относящихся к эмитенту событиях или дополнительные сведения о нем.

Полное прекращение аналитического освещения. В случае если «Открытие Капитал» по каким-либо причинам решит отказаться от постоянного аналитического освещения деятельности эмитента или его ценных бумаг, либо намерено отозвать торговую идею в отношении той или иной ценной бумаги, то использование рекомендации и прогнозов или торговой идеи будет полностью прекращено. По этому поводу будет опубликовано специальное уведомление.

Решение о покупке или продаже ценных бумаг принимается инвестором самостоятельно на основе собственных инвестиционных целей и только после оценки ожидаемой динамики стоимости ценной бумаги и рисков.

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ

Александр Бурганский
Начальник аналитического департамента
alexander.burgansky@otkritie.com
+7 (495) 213 1825

Рынок акций

Владимир Савов
Начальник департамента
vladimir.savov@otkritie.com
+7 (495) 213 1826

Стратегия

Том Манди
thomas.mundy@otkritie.com
+7 (495) 213 1833

Тэрин Артур
taryn.arthur@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4307

Экономика

Владимир Тихомиров
vladimir.tikhomirov@otkritie.com
+7 (495) 213 1829

Полина Бадасен
polina.badasen@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4663

Нефть и газ

Александр Бурганский
alexander.burgansky@otkritie.com
+7 (495) 213 1825

Вадим Митрошин
vadim.mitroshin@otkritie.com
+7 (495) 213 1828

Татьяна Калачова
tatiana.kalachova@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4717

Роман Одарич
roman.odarich@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4487

Банки

Владимир Савов
vladimir.savov@otkritie.com
+7 (495) 213 1826

Ольга Найденова
olga.naydenova@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4395

Долговой рынок

Вадим Соболевский
Начальник департамента
vadim.sobolevski@otkritie.com
+44 (20) 7826 8211

Стратегия

Вадим Соболевский
vadim.sobolevski@otkritie.com
+44 (20) 7826 8211

Евгений Воробьев
evgeny.vorobiev@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4331

Кредитный Анализ

Банковский
и корпоративный сектор
Дмитрий Поляков
dmitry.poliakov@otkritie.com
+44 (20) 7826 8205

Наргиз Садыхова
nargiz.sadykhova@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4397

Государственный сектор
Максим Гребцов
maksim.grebtsov@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4340

Количественный анализ

Гарэт Весселс
gareth.wessels@otkritie.com
+44 (20) 7826 8255

Металлургия

Роберт Манс
robert.mantse@otkritie.com
+7 (495) 213 1832

Денис Габриелик
denis.gabrielik@otkritie.com
+7 (495) 213 1831

Электроэнергетика

Сергей Бейден
sergey.beiden@otkritie.com
+7 (495) 213 1835

**Телекоммуникации,
медиа, ИТ**

Александр Венгранович
alexander.vengranovich@otkritie.com
+7 (495) 213 1830

**Потребительский рынок,
недвижимость**

Михаил Терентьев
mikhail.terentiev@otkritie.com
+7 (495) 213 1834

Юрий Родионов
yury.rodionov@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4486

Транспорт

Ирина Ступаченко
Irina.Stupachenko@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4294

**Химия, машиностроение,
инфраструктура**

Александр Чуриков
alexander.churikov@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4435