# Обзор рынков облигаций за февраль

*Роман Чередниченко*

## КАЗАХСТАН

Главным событием месяца на Казахстанском фондовом рынке стало долгожданное открытие торгов на специальной торговой площадке Регионального финансового центра Алматы (РФЦА). Конечно, о сколько-нибудь серьезном прорыве говорить рано, но событие было громким. Напомним, что официальной торговой площадкой РФЦА на данный момент является «старая добрая» Казахстанская фондовая биржа (KASE), поэтому открытие торгов в РФЦА носило скорее технический и, скорее всего, рекламный характер. Всего на торговой площадке РФЦА зарегистрировано 24 выпуска ценных бумаг семи эмитентов (уже торгуемых на KASE), а в качестве участников — 19 компаний. Заключить сделку в первый день торгов на РФЦА было «делом чести», а счастливым эмитентом, с бумагами которого была заключена эта сделка, и имя которого разлетелось сразу по лентам всех информационных агентств, стало АО «MAG» (позволим себе повторить это название еще раз). Отметим, что на момент подготовки этого материала эта сделка так и оставалась единственной.

Что касается первичного рынка корпоративных облигаций в феврале, то формально он отсутствовал. Почему формально? Дело в том, что вследствие жестких правил АФН по раскрытию информации о новых выпусках ценных бумаг информация зачастую приходит с большим опозданием, чем многие участники рынка и СМИ всегда были недовольны. Кроме того, существует практика ставить «дату начала обращения» выпуска задним числом, и не на день или два назад, а очень часто на месяц или даже полгода. Из-за этого данные по объемам эмиссий в обращении за предыдущие месяцы часто корректируются.

Так было и в феврале. Два новых выпуска ипотечных облигаций Казахстанской ипотечной компании (по 5 млрд тенге, или $40 млн, со сроками погашения в 2008 и 2017 годах) прошли листинг в конце февраля, однако официальным сроком начала обращения является 15 января 2007 года. Восьмой выпуск облигаций «Альянс Банка» (5 млрд тенге, или $40 млн, с погашением в 2011 году), датой начала обращения которого числится 25 декабря прошлого года, прошел листинг 5 февраля 2007 года. И обратная ситуация: опять же, в конце февраля прошел листинг выпуск облигаций корпоративного эмитента сектора торговли — Казахской дистрибуционной компании (1 млрд тенге, или $8 млн, со сроком погашения в 2010 году). Сроком же начала обращения значится 1 марта 2007 года, поэтому об этом выпуске мы будем рассказывать уже в следующем номере Cbonds Review.

Однако мы привыкли смотреть на вещи реально, поэтому резюмируем: в прошедшем месяце рынок был, причем довольно активный. Помимо уже названных выше эмиссий, был открыт вторичный рынок по четырем выпускам облигаций. Кроме того, за месяц было зарегистрировано 11 новых выпусков (из них 6 — облигации «Темірбанка» в пределах второй облигационной программы банка, 2 выпуска корпоративных эмитентов).

На рынке государственных облигаций тоже есть новости: «для формирования правильной кривой доходности» (цитата из пресс-релиза Национального банка Республики Казахстан) Национальный банк с 1 марта увеличивает срок обращения краткосрочных нот и ставку по этим выпускам. Сроки обращения будут увеличиваться постепенно. Так, уже в марте наряду с привычными двухнедельными нотами будет размещен один выпуск на 91 день и один полугодовой выпуск. Постепенно Национальный банк обещает довести сроки обращения этих инструментов до 1 года. Насколько выше будут ставки, пока неизвестно.

А за прошедший месяц были размещены привычные инвесторам четыре выпуска нот Национального банка со сроком обращения 28 дней. Объемы, как всегда, внушительные — 200 млрд тенге ($1.6 млрд) на каждый выпуск. Ставка — 4.71%.

Кроме того, по плану Министерства финансов Республики был размещен выпуск пятилетних МЕОКАМ. Однако размещение прошло менее успешно — было привлечено всего 277 млн тенге ($2.2 млн) из запланированных 16.5 млрд. Ставка полугодового купона — 6.25% годовых. Министерство финансов планирует провести аукционы по доразмещению выпуска.

В феврале руководством агентства по регулированию Регионального финансового центра Алматы (РФЦА) было сделано относительно негромкое на первый взгляд, но довольно важное для рынка заявление о том, что долговые инструменты, которые будут иметь рейтинг национального рейтингового агентства, можно будет продавать пенсионным фондам. Исходя из этого, можно рассчитывать, что после создания национального рейтингового агентства ограничения, наложенные на пенсионные фонды Казахстана, будут пересмотрены. Напомним, что в течение двух лет на пенсионные фонды Казахстана постепенно будет накладываться ограничение, по которому они смогут инвестировать только в бумаги, имеющие рейтинг от BB+ и выше от Standard & Poor's или аналогичный рейтинг другого агентства из «большой тройки». Очевидно, что национальное агентство будет признано для этих целей, и прибыль ему будет обеспечена, можно сказать, законодательно. В данный момент агентство по регулированию РФЦА ведет переговоры с представителями бирж из разных стран, в том числе и по содействию в создании рейтингового агентства. Одним из возможных партнеров может стать Российская Торговая Система (РТС). Кроме того, активная работа на постсоветском пространстве идет с Украиной — РФЦА рассчитывает привлечь украинских эмитентов на свою площадку.

Казахстанская фондовая биржа (KASE) делает новый шаг в развитии фондового рынка республики. Но на сей раз это скорее шаг назад. Биржевой совет KASE объявил, что с 1 января 2008 года могут быть отменены льготы для физических лиц по биржевым операциям с ценными бумагами. Эти льготы касаются комиссионных при совершении сделок по поручению, за счет и в интересах физического лица. По мнению Биржевого совета KASE, указанная льгота полностью выполнила свое предназначение. Однако есть альтернативное мнение, что подобные льготы как раз пора вводить и совершенствовать, чтобы дать возможность рынку работать не только за счет профессиональных участников. Это решение идет вразрез с заявлением Президента Республики Нурсултана Назарбаева, сделанного в его традиционном обращении к народу Казахстана: «Мы обязаны выйти на новый уровень устойчивости, конкурентоспособности финансовой системы в условиях либерализации. Нам нужно создать эффективно работающий фондовый рынок. Его развитие невозможно без привлечения населения к активному инвестированию своих сбережений в ценные бумаги». Не согласовали...

Решение о введении новых ограничений по внешним заимствованиям банков Казахстана было принято с незначительными корректировками. В прошлом номере Cbonds Review мы писали, что АФН планирует ввести новые ограничения по внешним заимствованиям банков, привязав лимит по внешним обязательствам к собственному капиталу. Сроком введения этих мер называлось 1 марта 2007 года, а

уровнем ограничения — 3–5 размеров собственного капитала. Новые планы агентства вызвали довольно резкую критику со стороны системообразующих банков Республики (Казкоммерцбанка, Банка «ТуранАлем» и других). В феврале АФН заявило, что нашло «компромисс»: меры смягчены (до 4–6 размеров собственного капитала), а срок введения ограничений отложен до 1 апреля. Но хотя резких заявлений от представителей банковской системы более не последовало, нужно предполагать, что недовольство все-таки осталось. На приведение баланса в соответствие с новыми требованиями АФН у казахстанских банков будет 1 год. Пока же у инвесторов все так же разбегаются глаза от разнообразия и объемов долговых инструментов, предлагаемых казахстанскими финансовыми институтами на международном рынке.

## АЗЕРБАЙДЖАН

На первичном рынке корпоративных облигаций Азербайджана в феврале было заключено 5 сделок на общую сумму 2.8 млн манатов ($3.22 млн) — доразмещались выпуски облигаций Азердемирйолбанка и «Юнибанка». В результате трех сделок на сумму 2 млн манатов ($2.3 млн) был полностью размещен пятимиллионный выпуск «Юнибанка» с погашением в ноябре текущего года. Двумя сделками на сумму 800 тысяч манатов ($0.92 млн) были размещены облигации Азердемирйолбанка. Новых выпусков облигаций в феврале не было. Оборот вторичного рынка составил всего 297 тысяч манатов ($0.34 млн).

Отметим, что весной начнется период погашения нескольких прошлогодних выпусков банковских облигаций, поэтому в случае отсутствия новых эмиссий можно ожидать снижения капитализации корпоративного сектора Бакинской Фондовой Биржи.

Рынок госбумаг Азербайджана по-прежнему чувствует себя значительно лучше корпоративного. Общий объем средств, привлеченных Национальным банком по результатам четырех аукционов по размещению краткосрочных нот в феврале, составил 89.2 млн манатов ($102.67 млн), ставка — в среднем 10.7% годовых, срок обращения — 28 дней. Министерство финансов провело четыре аукциона по размещению собственных казначейских облигаций. Один из аукционов был признан несостоявшимся — спрос не удовлетворил эмитента. На трех остальных аукционах было привлечено 15.8 млн манатов ($18.19 млн) под 10% годовых, сроки обращения — 3–6 месяцев. А с учетом доразмещений предыдущих выпусков, общий объем первичного рынка госбумаг Азербайджана в феврале составил 210.92 млн манатов ($242.74 млн). Общий оборот вторичного рынка по госбумагам составил 24.5 млн манатов ($28.2 млн). Очевидно, что Нацбанк будет и в дальнейшем активно абсорбировать свободные деньги в стране, чтобы внести хоть небольшой вклад в удержание стремительно растущей инфляции (только за первый месяц 2007 года уровень инфляции в Азербайджане составил 14.3%).

В ожидании бенчмарка в виде суверенных евробондов, обещанных Министерством Финансов Азербайджана в 2007 г., государственные компании и банки все более смело заявляют о планах выхода на международные рынки долгового финансирования. Так, о планах привлечения средств на международных рынках в ближайшее время заявила Азербайджанская инвестиционная компания (создана на средства Государственного нефтяного фонда Азербайджана), подобные разговоры идут в Международном Банке Азербайджана.

Между тем, сразу же после присвоения агентством Fitch Ratings суверенного рейтинга Республике Азербайджан на уровне BB+, stable последовало повышение рейтинга крупнейшего государственного банка страны — Международного Банка Азербайджана (МБА) — до уровня BB, stable. МБА фактически представляет собой половину всей банковской системы Азербайджана по размеру активов. С одной стороны, МБА является основным претендентом на выпуск первых в стране банковских евробондов, с другой — не испытывает настолько серьезной потребности в долговом финансировании. Кроме того, агентством Fitch Ratings был повышен рейтинг «Капитал Банка» до уровня BB-, stable. Банк на 100% принадлежит государству и играет важную роль в распределении бюджетных, пенсионных и некоторых социальных платежей.

Государственный фонд социальной защиты населения (ГФСЗ) Азербайджана продолжает активную работу над созданием проекта закона «О негосударственных пенсионных фондах» (напомним, что в настоящее время в Азербайджане нет частных пенсионных фондов). Законопроект уже прошел экспертизу в Международном валютном фонде и Всемирном банке. Председатель ГФЗС пообещал внести законопроект в парламент уже в марте.

## БЕЛАРУСЬ

Правительство Республики всерьез «заболело» идеей развивать долговое финансирование на международных рынках. Связано ли это с растущими затратами на энергоресурсы или просто со стремлением открыть себя для международных инвесторов, не вполне понятно. Но занимать Республика хочет, причем много. Только на 2007 год запланированы внешние заимствования в объемах, в разы превышающих общее состояние госдолга на данный момент, а величина внешнего государственного долга Беларуси на 1 января 2007 года составляла 837.9 млн долларов, из которых доля прямого долга правительства — 68.6%.

В первую очередь Беларусь хочет занять у России, основного кредитора Республики. На этот раз обсуждается цифра в 1.5 млрд долларов. Информация об условиях предоставления кредитных средств пока не была официально опубликована, но в кулуарах российского правительства обсуждались льготные условия, вплоть до беспроцентного кредита.

Помимо средств российского правительства, Беларусь рассчитывает и на коммерческие инвестиции. Белорусский Минфин не только не исключает подобной возможности, но и активно прорабатывает схему размещения в текущем году на российском рынке облигаций на сумму до 10 млрд руб. Срок обращения облигаций — до 5 лет. В качестве возможных организаторов выпуска называют Внешторгбанк, «РОСБАНК» и «Ренессанс Капитал».

Что касается евробондов и синдицированных кредитов, выпуски которых также активно обсуждаются белорусским правительством, то работа идет очень медленно. В начале года было заявлено, что работа по организации выпуска суверенных евробондов начнется только после присвоения суверенного рейтинга. В феврале был выбран рейтинговый консультант — им стал ABN AMRO. По заявлению Министерства финансов, в данный момент ведутся консультации по выбору агентств, последним даже отправлены официальные запросы о стоимости услуг. До получения суверенного рейтинга Минфин рассматривает возможность частного закрытого размещения евробондов среди ограниченного круга инвесторов.

Что касается внутреннего долгового рынка, здесь изменений практически нет. В феврале успехом увенчался лишь один аукцион по первичному размещению ГКО Министерства финансов, на первичном аукционе было привлечено 7.4 млрд белорусских рублей ($3.45 млн). Все 8 аукционов по размещению краткосрочных обязательств Национального банка Республики были признаны несостоявшимися.

На биржевом рынке негосударственных облигаций по-прежнему в обращении находится единственный пятилетний выпуск государственного Беларусбанка. На внебиржевом рынке новую эмиссию объявил Белагропромбанк. До 4 апреля текущего года он будет проводить открытую продажу ипотечных процентных облигаций общим объемом эмиссии 10 млрд белорусских рублей ($4.67 млн). Срок обращения облигаций — 1 год, номинал — 10 млн рублей, ставка доходности — 12% годовых. Доходы по этим облигациям не облагаются налогом на доходы.

Беларусбанк продолжает активно размещать среди физических лиц облигации 19-го и 20-го выпусков. Всего за первые два месяца текущего года Беларусбанк разместил облигации этих выпусков на сумму около 4.4 млн в долларовом эквиваленте.