Рекордно низкие ставки рефинансирования, установленные центробанками ведущих стран, избыточная денежная ликвидность, возрождающийся аппетит к риску заставляют инвесторов обратить взоры но новые рынки, обладающие потенциалом роста. Белорусский рынок облигаций демонстрирует в последнее время впечатляющий рост объемных показателей и достоин анализа его текущего состояния и перспектив развития.

Ждем бенчмарк

Сергей МУХАНОВ,
директор департамента международных и фондовых операций, Альфа-Банк

Развитие белорусского рынка облигаций коррелирует с фискальной политикой государства в области операций с ценными бумагами. До 2006 года доходы по операциям с ценными бумагами облагались налогом по запретительной ставке 40%, и, по сути, единственными инструментами на рынке в то время были государственные краткосрочные и долгосрочные облигации, эмитируемые Министерством финансов, а также краткосрочные облигации Национального банка, предусматривающие льготный режим налогообложения. Исключение составляли лишь, пожалуй, документарные облигации госбанков для населения, но этот аналог стандартных банковских депозитов трудно воспринимать как полноценный элемент фондового рынка. Ситуация начала меняться с изданием с 2006 году Указа президента об освобождении от налогов облигаций банков, обеспеченных задолженностью по кредитам, выданным на жилищное строительство. Это, по сути, стало толчком к появлению рынка ипотечных облигаций.

И наконец, в 2008 году освобождение от налогообложения доходов от погашения и продажи в пределах текущей стоимости всех корпоративных облигаций, выпущенных в период с 1 апреля 2008 года по 1 января 2013 года, установление правил выпуска биржевых облигаций, а также разрешение банкам выпускать облигации без обеспечения в пределах 80% нормативного капитала привели к взрывному росту объемов эмиссии новых выпусков долговых ценных бумаг.

Сейчас белорусский рынок облигаций можно считать вполне сформировавшимся, с общей оцениваемой капитализацией по состоянию на начало апреля 2010 года на уровне 12.4 трлн бел. руб.[1], $4.16 млрд (Рис. 1), с широким кругом инструментов, включающим в себя:

- государственные краткосрочные и долгосрочные облигации;
- краткосрочные облигации Национального банка Республики Беларусь;
- муниципальные облигации;
- корпоративные облигации, которые, в свою очередь, представлены такими достаточно крупными блоками, как:
  - ипотечные облигации банков;
  - облигации банков, обеспеченные собственным капиталом;
  - биржевые облигации;
  - корпоративные облигации с обеспечением;
  - жилищные облигации.

Для сравнения, суммарная номинальная стоимость обращавшихся на начало 2010 года на ММВБ облигаций составляла 2.74 трлн рос. руб., или около $94.4 млрд, что с учетом размера экономик РФ и РБ позволяет говорить о том, что объем белорусского рынка облигаций практически сопоставим с российским.

Основную долю обращающихся облигаций составляют бумаги, номинированные в белорусских рублях — 9.4 трлн руб., или $3.14 млрд, на начало апреля 2010 года. На валютные облигации также приходятся существенные объемы рынка: на 1 апреля 2010 года в обращении находились корпоративные облигации на общую сумму $609.7 млн и 300.9 млн евро (Рис. 2).

[1] Расчет на основе данных Департамента по ценным бумагам Министерства финансов РБ, Национального банка, Белорусской валютно-фондовой биржи

Локомотивом роста белорусского рынка являются корпоративные облигации. За последние пять лет объем рынка корпоративных облигаций вырос в 216 (!) раз, с начала 2008 года — в 13.2 раза (Рис. 3).

Главным действующим игроком на рынке корпоративных облигаций были и остаются банки. Их доля в объеме эмиссии долговых ценных бумаг превышает 91% (Рис. 4). Причем если раньше доминирующее положение занимали облигации банков, обеспеченные кредитами на недвижимость, то на 01.04.2010 в обращении осталось всего 12 выпусков ипотечных облигаций четырех банков на общую сумму 941.75 млрд бел. руб., или около 12.8% от общего объема выпущенных банками бумаг. Такая активизации фининститутов связана как с введением упоминавшихся ранее беспрецедентных налоговых льгот для инвесторов, общих для всех эмитентов корпоративных облигаций, так и особые преференции для банков в части обеспечения: банки имеют право выпускать, по сути, необеспеченные облигации в пределах 80% от размера их нормативного (собственного) капитала.

Все же остальные юридические лица имеют право выпускать только обеспеченные облигации. Обеспечением может служить залог в виде недвижимости или определенного круга ценных бумаг, банковская гарантия, поручительство и, с недавних пор, страховой полис страховой организации. Исключением является выпуск юридическими лицами необеспеченных биржевых облигаций. Биржевые облигации могут быть выпущены при выполнении определенного ряда условий:

— номинированы они могут быть только в белорусских рублях;

— срок обращения не может превышать одного года;

— размещение и обращение может осуществляться только на торгах Белорусской валютно-фондовой биржи;

— стоимость чистых активов эмитента должна составлять не менее 1 млн евро;

— эмитент не может иметь убытков на момент принятия решения о выпуске, а также в течение двух лет, предшествовавших такому решению.

На начало мая 2010 года в обращении находилось 10 выпусков биржевых облигаций пяти эмитентов.

С одной стороны, требования по выпуску облигаций с обеспечением можно рассматривать как фактор, сдерживающий развитие рынка, с другой — в Беларуси еще не было ни одного случая дефолта, даже технического, по облигационным заимствованиям. В этой связи информация о количестве дефолтов в 2009 году по облигациям, торгуемым на ММВБ, говорит сама за себя: d прошедшем году дефолты (включая технические) были допущены 96 эмитентами по 121 выпуску ценных бумаг на сумму свыше 93.8 млрд рос. руб. Из них реальные дефолты допустили 85 эмитентов по 106 (87.6%) выпускам на сумму свыше 83.9 млрд рос. руб. (89.4%).[2]

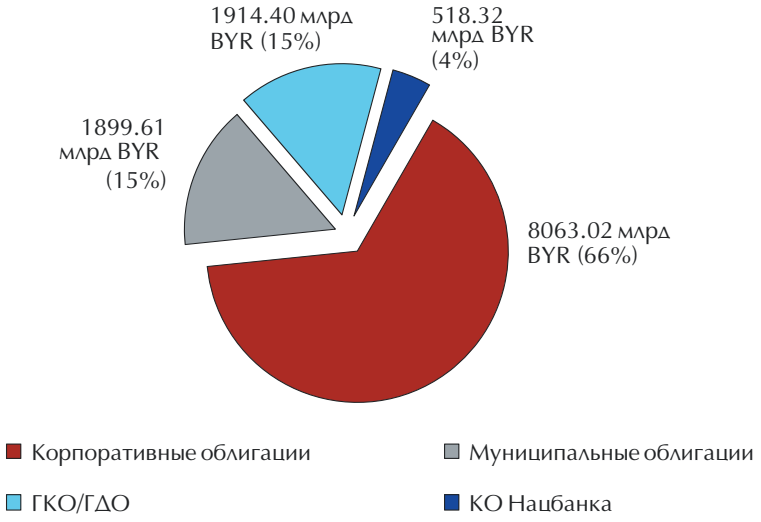


Рисунок 1
Структура рынка облигаций Республики Беларусь

ЖИЛИЩНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

В последние годы на белорусском рынке большую популярность получил такой инструмент, как жилищные облигации.

Жилищные облигации представляют собой, с одной стороны, разновидность долевого строительства жилья, а с другой — полноценный инструмент инвестирования в рынок недвижимости. Облигация представляет собой эквивалент определенного метража будущего объекта недвижимости. В упрощенной форме механизм жилищных облигаций работает

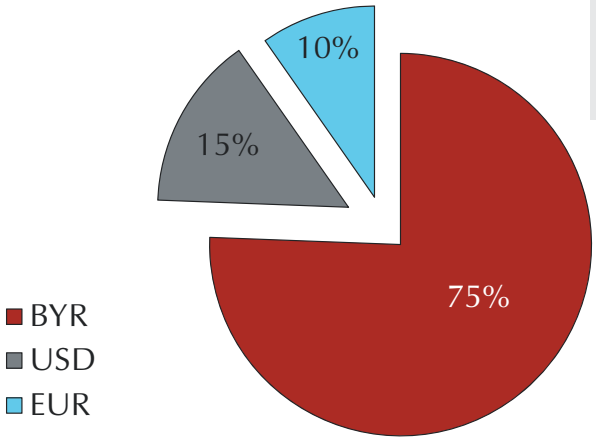
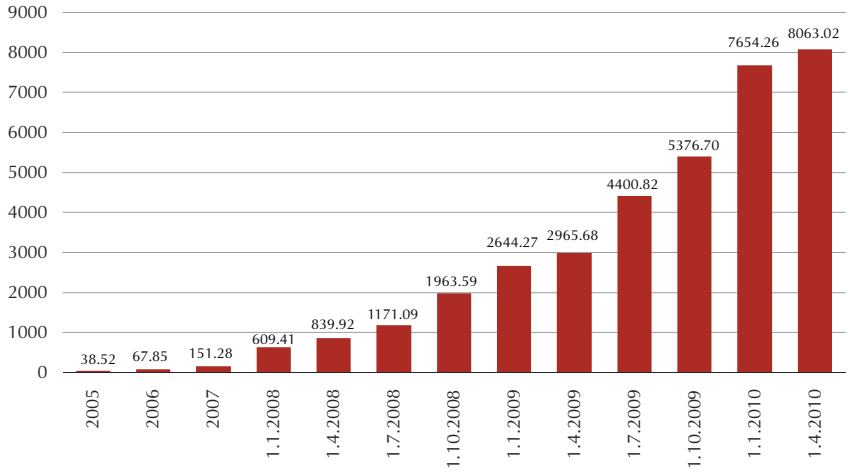


Рисунок 2
Валютная структура белорусского рынка облигаций

Источник: Департамент по ценным бумагам Минфина РБ

[2] «Российская Бизнес-газета» № 737 (4) от 2 февраля 2010 г.



Источники: Национальный банк РБ, Департамент по ценным бумагам Минфина РБ

Рисунок 3
Объем корпоративных облигаций в обращении

следующим образом: на основании соглашения с инвестором эмитент берет на себя обязательства в установленный срок построить указанный дом, в оговоренные сроки по указанной стоимости продать гражданину необходимое количество облигаций, а после ввода дома в эксплуатацию в счет погашения облигаций передать гражданину оговоренную квартиру. В свою очередь, гражданин берет на себя обязательства в указанные сроки по указанной стоимости оплатить необходимое количество облигаций и после ввода дома в эксплуатацию принять указанную квартиру в счет погашения облигаций.

В отличие от договора долевого строительства, при эмиссии жилищных облигаций не существует ограничений по моменту привлечения средств инвесторов: если при долевом строительстве средства дольщиков можно привлекать только после завершения «нулевого» цикла, то осуществлять эмиссию облигаций можно до окончания разработки проектной документации, что позволяет реализовывать масштабные дорогостоящие строительные проекты. Также не существует ограничений по обращению облигаций на вторичном рынке: их без ограничений могут приобретать физические и юридические лица, как резиденты, так и нерезиденты, то есть жилищные облигации могут выступать в качестве инвестиционного инструмента.

На конец первого квартала 2010 года в Беларуси находились в обращении 90 выпусков жилищных облигаций 12 эмитентов на общую сумму 285.9 млрд бел. руб. (Рис. 5).

ГЛАВНЫМ ДЕЙСТВУЮЩИМ ИГРОКОМ НА РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ БЕЛОРУССИИ БЫЛИ И ОСТАЮТСЯ БАНКИ. ИХ ДОЛЯ В ОБЪЕМЕ ЭМИССИИ ДОЛГОВЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ ПРЕВЫШАЕТ 91%

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ.

Внутренний государственный долг представлен выпусками государственных краткосрочных (ГКО) и долгосрочных облигаций (ГДО), эмитируемых от имени правительства Министерством финансов. На начало апреля на рынке присутствовал 51 выпуск ГДО на общую сумму 1.9 трлн бел. руб. ($0.64 млрд), в апреле-мае были погашены два выпуска на сумму 212.4 млрд бел. руб. Важной особенностью рынка является тот факт, что эмиссий госбумаг не проводилось уже достаточно давно. Реально торгуемых выпусков тоже не так много — 10–15, основная часть представляет собой бумаги с погашением через три-пять-десять лет, выпускавшиеся в закрытом режиме под определенные государственные программы. Долгое отсутствие рыночных выпусков госбумаг связано прежде всего с наблюдавшимся в последние годы профицитом государственного бюджета. Министерство финансов в прошлом году даже выходило на рынок с инициативой досрочного погашения некоторых госбумаг. 2010 финансовый год, по всем прогнозам, белорусское правительство закончит с дефицитом бюджета, поэтому в ближайшее время можно ожидать полноценного возвращения этого некогда крайне популярного инструмента на облигационный рынок.

ОБЛИГАЦИИ НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ

Национальный банк после долгого перерыва в апреле 2010 года также возобновил эмиссию своих краткосрочных облигаций: размещение состоялось 7 апреля впервые после 15 октября 2008 года. Впрочем, КО Нацбанка представляют собой чисто монетарный инструмент стерилизации ликвидности: это бумаги стандартным сроком семь и 28 дней, ранее практиковались более гибкие сроки от шести до 60 дней с основной массой сделок до одного месяца. В конце 2008 — начале 2009 гг. Нацбанк был больше озабочен вопросом не стерилизации, а предоставления ликвидности банковской системе, поэтому в ходу были не КО, а инструменты рефинансирования под залог бумаг. Возврат краткосрочных облигаций на рынок однозначно говорит о восстановлении ликвидности, а ценовые параметры состоявшихся аукционов это только подтверждают: доходность уверенно движется вниз (Табл. 1).

МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Новым хитом последнего времени стало активное появление на рынке облигаций местных органов управления. На 1 апреля 2010 года на рынке было представлено 92 выпуска 51 муниципального

образования на общую сумму 1.9 трлн белорусских руб., или $0.64 млрд. 28 мая к обращению на бирже допущены облигации еще 10 исполнительных комитетов. Развитие этого инструмента связывают, с одной стороны, с определенными законодательными изменениями, делающими выпуск муниципальных облигаций более простым (ранее местные Советы имели право выпускать облигации либо для финансирования конкретных проектов (без ограничения срока обращения), либо для покрытия временных кассовых разрывов между доходами и расходами (на срок не более одного финансового года)), с другой — с запретом банкам на кредитование дефицита местных бюджетов.

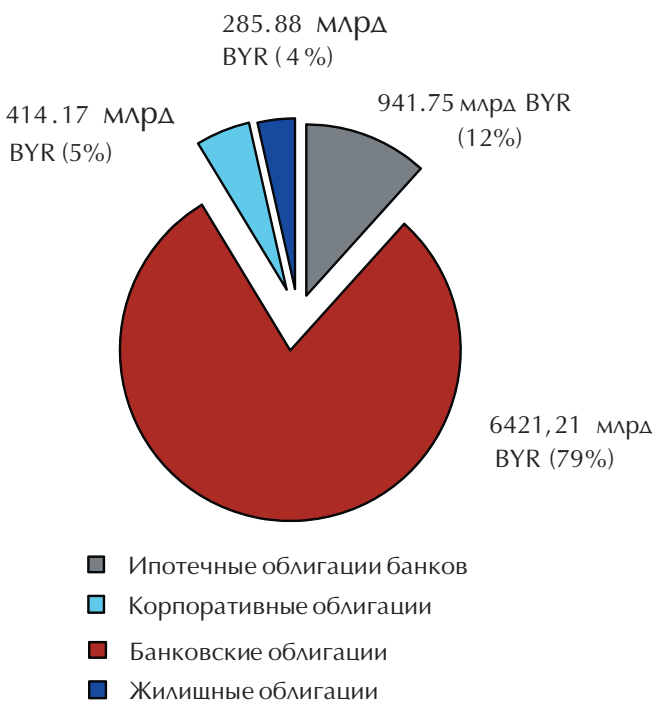
Следует отметить, что если часть выпусков по внешним параметрам похожа на рыночные (адекватная сумма эмиссии, срок, доходность на уровне ставки рефинансирования + 1–2 п.п.), то некоторые выпуски откровенно удивляют и заставляют говорить об их схемности. К примеру, облигации Пружанского районного исполнительного комитета на 10 млрд бел. руб. сроком на 19 лет с фиксированной ставкой купона 1% годовых и годовые бумаги Мстиславского райисполкома с доходностью 0.2% годовых. Самой адекватной в рыночном плане выглядит с этой точки зрения Витебская область.

Можно предположить, что зачастую выпуск муниципальных облигаций выступает просто в качестве реструктуризации задолженности перед банками (в первую очередь государственными) как самих местных органов власти, так и субъектов хозяйствования, за которых муниципальные образования в свое время выдали гарантии и поручительства перед этими банками.

ЛИКВИДНОСТЬ

Сопоставим данные по объему вторичного рынка корпоративных облигаций за последние месяцы со стоимостью облигаций, находящихся в обращении в соответствующие периоды (Табл. 2).

Объемы операций с корпоративными облигациями на вторичном рынке в разы ниже стоимости обращающихся облигаций, то есть можно говорить, что операции с отдельно взятым выпуском совершаются в лучшем случае один раз в несколько месяцев (как в апреле), а то и раз в несколько лет. Иными словами, ликвидности нет вообще. Инвесторы покупают бумаги по принципу «купил и забыл». Конечно, можно предположить, что значительная часть сделок совершается на внебиржевом рынке, но порядок цифр очень показателен.

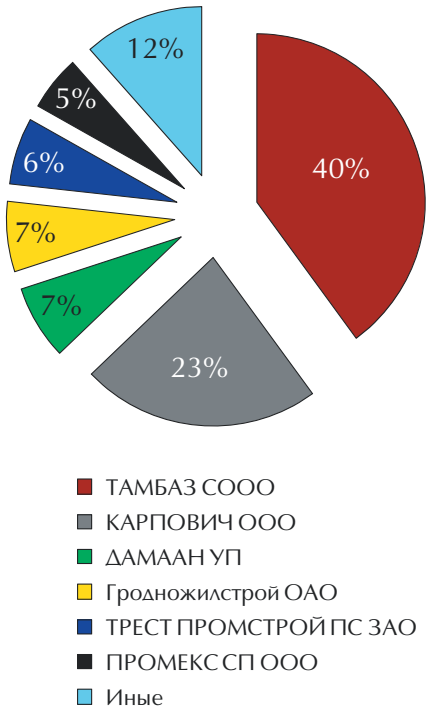


Источники: Белорусская валютно-фондовая биржа, Департамент по ценным бумагам Минфина РБ

Рисунок 4
Структура рынка корпоративных облигаций РБ по состоянию на 01.04.2010

ПРОЗРАЧНОСТЬ РЫНКА

Отсутствие ликвидности рынка создает некоторые проблемы и в определении справедливой цены облигаций — когда нет полноценного вторичного рынка, очень сложно понять, какова реальная рыночная стоимость актива. Многие выпуски являются техниче-



Источник: Департамент по ценным бумагам Минфина РБ

Рисунок 5
Крупнейшие эмитенты жилищных облигаций

скими, не предназначенными для вторичного обращения, когда эмитент и инвестор известны заранее и не планируют активную торговлю бумагами. Уровень информационной поддержки участников рынка также оставляет желать лучшего. Следует признать, что белорусская валютно-фондовая биржа, Национальный банк и Департамент по ценным бумагам Минфина в меру своих возможностей стараются публиковать статистику рынка облигаций на своих сайтах, но эта информация не в полной мере позволяет судить о «дыхании» рынка. Белорусский рынок облигаций на текущий момент имеет некий кулуарный характер.

ПОМОЧЬ РЫНКУ ВСТАТЬ СОБСТВЕННО НА РЫНОЧНЫЕ РЕЛЬСЫ ДОЛЖНО ПОЯВЛЕНИЕ БОЛЕЕ ШИРОКОГО КРУГА ИНВЕСТОРОВ, КОТОРЫЕ МОГЛИ БЫ СОСТАВИТЬ КОНКУРЕНЦИЮ БАНКОВСКОЙ ГЕГЕМОНИИ НА ФОНДОВЫХ ПЛОЩАДКАХ

СТРУКТУРА РЫНКА

Если проанализировать структуру эмитентов и инвесторов, становится понятнее, почему ситуация с развитием полноценного рынка корпоративных облигаций складывается таким образом. Как отмечалось ранее, основной объем выпуска облигаций приходится на банки, на юридические лица — субъекты хозяйствования приходится всего около 9% стоимости выпущенных бондов, и в то же самое время в подавляющем большинстве случаев приобретателями корпоративных бумаг являются банки. Все довольны: банки используют облигации в качестве альтернативы привлечения депозитов, а компании выпускают облигации для того, чтобы первые смогли за счет налоговой льготы профинансировать их по более низкой ставке по сравнению с банковским кредитом.

На рынке сложилась достаточно интересная ситуация, подтверждающая мнение о том, что банки в настоящее время используют облигации скорее как субститут депозитов, а не как рыночный инструмент фондирования: последние несколько месяцев они отказывают другим банкам в продаже своих облигаций на первичном рынке. Логика понятна: фининституты, приобретая банковские облигации, занимают лимиты, установленные на этих контрагентов, что абсолютно невыгодно банкам-эмитентам, ведь стоимость межбанковских кредитов для них в разы ниже той доходности, которую они предлагают при выпуске облигаций.

НОВЫЙ КЛАСС ИНВЕСТОРОВ

Помочь рынку встать собственно на рыночные рельсы должно появление более широкого круга инвесторов, которые могли бы составить конкуренцию банковской гегемонии на фондовых площадках. Надежда, прежде всего, на институциональных инвесторов — страховые компании и пенсионные фонды, — а также на институт коллективного инвестирования. Более полному вовлечению страховых компаний в функционирование облигационного рынка препятствуют некоторые законодательные ограничения, прямо или косвенно не позволяющие государственным страховщикам вкладывать средства в бумаги эмитентов частного сектора. Ради дальнейшего развития рынка регулятору есть смысл задуматься о либерализации финансовых отношений в отрасли.

Предпринимаемые попытки развития коллективного инвестирования, в частности проведение эксперимента по внедрению фондов банковского управления, видятся очень перспективными, но еще предстоит много просветительской работы по внедрению инвестиционной

Таблица 1
Итоги аукционов по размещению краткосрочных облигаций НБРБ

Номер выпуска	Дата проведения аукциона	Дата погашения	Срок обращения, дней	Объем эмиссии, млн руб.	Фактический спрос, млн руб.	Размещено по номиналу, млн руб.	Доходность по средневзвешенной цене, % годовых
785	27.052010	24.06.2010	28	-	144670.80	-	
784	26.05.2010	2.06.2010	7	84113.4	185884.02	84113.40	7.05
782	20.05.2010	17.06.2010	28	-	-	-	
781	19.05.2010	26.05.2010	7	-	-	-	
780	13.05.2010	10.06.2010	28	429349.6	426211.05	429349.60	9.60
779	12.05.2010	19.052010	7	77148.4	77011.85	77148.40	9.25
778	6.05.2010	3.06.2010	28	90792.8	90067.37	90792.80	10.50
777	5.05.2010	12.05.2010	7	60118.2	60000.37	60118.20	10.24
776	29.04.2010	27.05.2010	28	134212.4	133114.54	134212.40	10.75
775	28.04.2010	5.05.2010	7	-	-	-	
774	22.04.2010	20.05.2010	28	141181.8	140000.11	141181.80	11.00
773	21.04.2010	28.04.2010	7	141352.1	141053.85	141352.10	11.03
772	15.04.2010	13.05.2010	28	599903.2	593987.35	599903.20	12.98
770	8.04.2010	6.05.2010	28	-	7922.24	-	
769	7.04.2010	14.04.2010	7	518320.4	517041.00	518320.40	12.91

Источник: Национальный банк Республики Беларусь

культуры среди широких слоев потенциальных участников рынка.

ХОРОШИЕ ИМЕНА

Чтобы подготовленные инвесторы выстроились в очередь за размещаемыми облигациями, их необходимо обеспечить качественным предложением. Если взглянуть на обращающиеся на данный момент выпуски и исключить из их числа облигации банков, которые, как все уважающие себя финансовые посредники, по идее должны предлагать более низкую, чем корпораты, доходность, а также жилищные облигации, являющиеся очень специфическим инструментом, выяснится, что по состоянию на конец первого квартала 2010 года на белорусском рынке обращались облигации всего 39 корпоративных эмитентов, причем большинство из них абсолютно неизвестно широкому кругу инвесторов. Из звучных имен можно выделить лишь нескольких эмитентов с рыночными параметрами выпуска, включая РУП «БМЗ», РУП «Витебскэнерго», «Савушкин продукт», «Гомсельмаш» и Гродненский мясокомбинат. Да и то, большинство выпусков по сути являлись техническими. Рынку нужны хорошие имена, белорусские «голубые фишки», которые могли бы стать локомотивом для развития полноценного вторичного рынка.

В этой связи не может не радовать повышенный интерес некоторых отраслевых министерств к перспективам организации облигационных заимствований предприятий их отрасли. В частности, в середине июня концерн «Белнефтехим» планирует выездной семинар для подведомственных предприятий на тему использования выпуска облигаций в качестве инструмента привлечения фондирования. Остается только надеяться на появление в скором времени качественных рыночных выпусков.

МАРКЕТ-МЕЙКИНГ

Повышение ликвидности рынка является жизненно необходимым условием его полноценного развития. Обеспечить функционирование вторичного рынка во многом должен институт маркет-мейкеров. Получение твердых двусторонних котировок усилит веру инвесторов в рынок и позволит эмитентам размещать более длинные выпуски, формируя полноценный рынок облигаций, а не разновидность денежного рынка. Вполне логично, что на первом этапе функции маркет-мейкеров должны выполнять самые опытные участники рынка, обладающие к тому же и достаточными финансовыми ресурсами, а именно банки.

	01.2010	02.2010	03.2010	04.2010
Объем вторичных торгов корпоративными облигациями на торгах БВФБ, млрд руб.	36.1	104.21	41.31	724.29
Стоимость корпоративных облигаций в обращении, млрд руб.	7654.26	7800.72	7357.26	8063.02
Число оборотов выпуска (в месяц)	0.005	0.013	0.006	0.090

Источники: Белорусская валютно-фондовая биржа, Национальный банк Республики Беларусь

Таблица 2
Ликвидность рынка корпоративных облигаций

РАЗВИТИЕ ИНФРАСТРУКТУРЫ

Помимо недостаточной прозрачности рынка, важную роль в его развитии имеет и чисто прикладной технический вопрос — депозитарная система. Белорусская депозитарная система является достаточно надежной и удобной, но это относится только к внутреннему рынку. Отсутствие же прямых корротношений республиканского центрального депозитария по ценным бумагам (РЦДЦБ) с ведущими мировыми клиринговыми системами Euroclear и Clearstream, по сути, ограничивает доступ на белорусский рынок целого класса инвесторов-нерезидентов. Корротношения с несколькими российскими депозитариями в счет можно не брать. Редкий инвестор согласится идти на незнакомый рынок, который вдобавок не может обеспечить четкую и понятную для него систему расчетов по ценным бумагам. Так что РЦДЦБ следует обратить пристальное внимание на развитие данного направления.

ОРИЕНТИРЫ

Для становления рынка корпоративных облигаций и формирования справедливого ценообразования нужен рыночный ориентир. Им может стать дебютный выпуск суверенных еврооблигаций, размещение которого ожидается в самое ближайшее время. Как известно, правительство Беларуси приняло решение о выпуске в 2010 году еврооблигаций на сумму до $1 млрд со сроком обращения не менее пяти лет. В рамках подготовки к выпуску были одобрены агентские соглашения с Deutsche Bank AG (филиал в Лондоне) и Deutsche Bank Luxembourg SA (Люксембург), а также соглашения о подписке с BNP Paribas (филиал в Лондоне), Deutsche Bank AG, The Royal Bank of Scotland plc (Великобритания), Сбербанком России и белорусским ОАО «АСБ Беларусбанк». 28 мая первый заместитель министра финансов Беларуси Владимир Амарин заявил журналистам, что Беларусь готова к выпуску евробондов, и Минфину потребуется неделя для размещения еврооблигаций при получении положительного сигнала от организаторов. Возможно, к моменту публикации данной статьи знаковое для белорусского рынка облигаций событие уже произойдет. Ждем.

«ДЛЯ СТАНОВЛЕНИЯ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ И ФОРМИРОВАНИЯ СПРАВЕДЛИВОГО ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ НУЖЕН РЫНОЧНЫЙ ОРИЕНТИР. ИМ МОЖЕТ СТАТЬ ДЕБЮТНЫЙ ВЫПУСК СУВЕРЕННЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ»