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

Произошедшие за год количественные и качественные изменения в сегменте белорусских облигаций, появление новых инструментов, последние макроэкономические тенденции говорят о том, что этот рынок постепенно переходит из разряда потенциально интересных для иностранных инвесторов к категории рынков, предлагающих реальные инвестиционные возможности.

Дождались бенчмарка

Развитие белорусского рынка облигаций в 2010 году оставило двойственное впечатление. С одной стороны, сохранилась впечатляющая динамика роста объемных показателей: по состоянию на 1 января 2011 года объем облигаций, обращающихся на местном рынке, составил 19.7 трлн белорусских руб., или около $6.6 млрд. Продолжился феноменальный рост объемов выпусков корпоративных облигаций (Рис. 1).

С другой стороны, сохранились «старые болезни» местного рынка, которыми он страдал в предыдущие годы:

– излишнее доминирование банков (82% от объема эмитированных корпоративных облигаций), хотя и наметилась определенная положительная тенденция (рост доли эмитентов из корпоративного небанковского сектора с 8% до 15%);

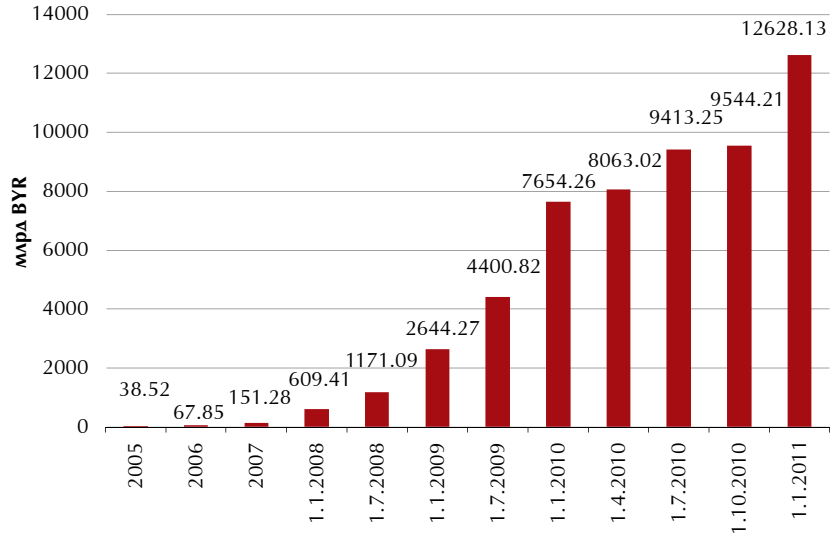
– практически полное отсутствие ликвидности и, как следствие, интереса со стороны иностранных инвесторов;

– недостаточная прозрачность и слабая информационная поддержка;

– незначительное число эмитентов – «хороших имен».

Ожидалось, что точкой роста белорусского рынка облигаций, благодаря которой повысится интерес широкого круга инвесторов, станет дебютный выпуск суверенных евробондов. То, чего так долго ждали, произошло летом 2010 года: Беларусь разместила дебютный выпуск пятилетних еврооблигаций. Бумаги были выпущены в два этапа. При планируемом объеме выпуска в $500 млн интерес инвесторов к новому бенчмарку был очень высок: переподписка составила около 2.5 объемов размещаемого выпуска. На этом фоне предложенная доходность к погашению — 9% годовых при ставке купона 8.75% и цене размещения 99.011% от номинала — казалась очень щедрой премией за вход на рынок. Даже сложилось впечатление, что Украина, в то же время планировавшая размещение собственного суверенного бонда, была несколько озадачена столь агрессивным прайсингом и отложила размещение выпуска более чем на месяц. Объем размещения белорусского суверена составил на первом этапе $600 млн, причем далеко не все заявки инвесторов были удовлетворены в полном объеме. Приоритет при аллокации отдавался западным инвесторам, заявки российских участников удовлетворялись на 20–25%. Неудовлетворенный спрос привел к взлету котировок уже в день раз-

Рисунок 1
Динамика объемов выпуска корпоративных облигаций (включая банки)

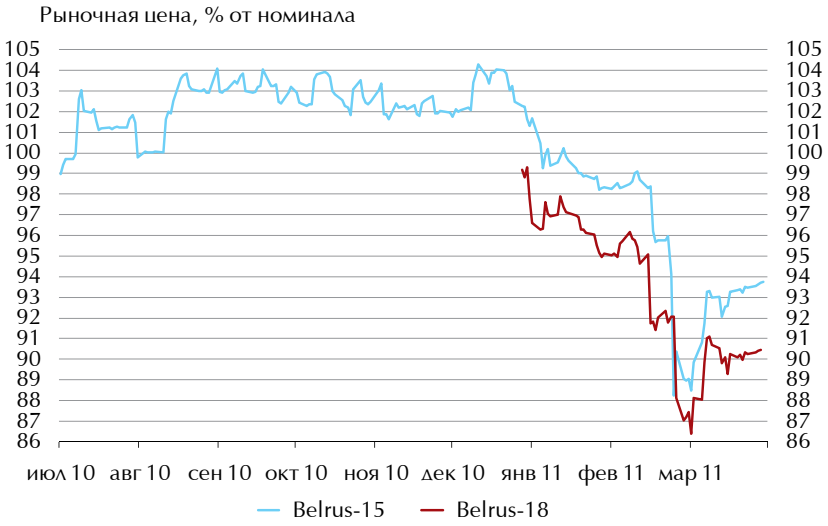


мещения почти на 2.5 фигуры и позволил через несколько недель разместить второй транш выпуска на $400 млн уже по цене 102% от номинала, то есть 8.25% годовых в терминах доходности к погашению. После доразмещения выпуск нашел свой коридор на уровне 102–104% от номинала (YTM — 7.7–8.25% годовых) и долгое время был достаточно популярным (Рис. 2).

Ситуация определенным образом поменялась в январе 2011 года, когда было принято решение о размещении второго выпуска суверенных долларовых облигаций, на этот раз семилетних. Состояние рынка благоприятствовало размещению: цена пятилетних бондов находилась на максимуме, ликвидность никуда не ушла, интерес к имени сохранялся. На этом фоне переподписка на семилетний выпуск, предлагающий доходность 8.95% при размещении по номиналу, особого удивления не вызвала. Вполне ожидаемым было и то, что до объявления аллокации котировки на gray market доходили до +0.5–1% от номинала. Удивление вызвало решение увеличить объем размещения на 60% до $800 млн на указанных условиях. Необходимо отметить, что размещение второго белорусского выпуска происходило на фоне продажи Украиной очередного выпуска суверенных бондов с погашением в 2017 году. Схожий портрет инвесторов в украинские и белорусские бумаги неизбежно привел к тому, что отдельные инвесторы в белорусский риск посчитали необходимым высвободить часть позиции для покупки новой украинской бумаги. А с учетом того, что Украина также решила удвоить объем миллиардного выпуска на фоне хорошего спроса, можно было не сомневаться, что сработает закон рыночной экономики: увеличение предложения и снижение спроса на белорусские еврооблигации привело к падению цены на Belarus-15 до уровней, установленных в ходе размещения.

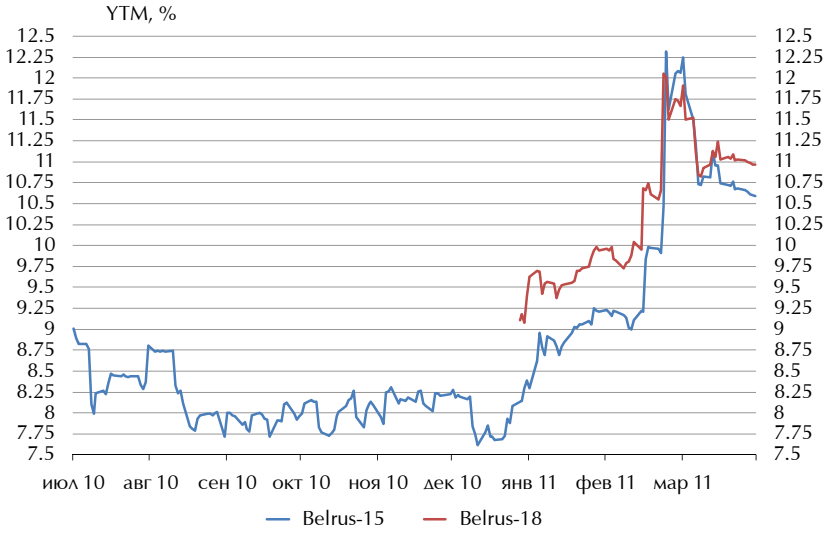
Разворачивавшиеся зимой события в регионе MENA и последовавшее снижение аппетита инвесторов к риску не позволили бумагам отрасти в феврале – начале марта. Дальше было еще интереснее. Рейтинговое агентство Standard & Poors объявило 15 марта о снижении суверенного рейтинга Беларуси на одну ступень до B (негативный прогноз). Это событие отправило рынок на пять фигур вниз, а также заставило инвесторов обратить более пристальное внимание на макроэкономическую ситуацию в стране. Увеличивающийся дефицит торгового счета негативным образом сказался на золотовалютных резервах и вынудил Национальный банк пойти во второй половине марта на введение ряда административных мер по сокращению спроса на иностранную валюту. Нервный на тот момент рынок отреагировал паническим падением бумаг на 10%. Доходность пятилетних облигаций достигала 12.5% годовых и в определенный момент времени была даже выше доходности семилетних белорусских суверенных евробондов (Рис. 3). Спред белорусского риска к украинскому достиг совсем неприличных показателей в 600 б.п.

Анализ показывает, что данное движение было спровоцировано целым комплексом обстоятельств, причем макроэкономические показатели играли далеко не главную роль. Во-первых, бумагу и самого эмитента, как и все новое на рынке, участники знали недостаточно хорошо (вот тут и вышло боком желание размещать бумаги в первую очередь среди западных инвесторов), а естественная психологическая реакция при выходе негативной информации — на всякий случай избавиться от актива, а потом разобраться, что к чему. Во-вторых, как оказалось, у суверенных белорусских бондов очень размыт уровень поддержки. Ры-



Источник: Thomson Reuters

Рисунок 2
Рыночная цена белорусских суверенных облигаций



Источник: Thomson Reuters

Рисунок 3
Доходность к погашению белорусских суверенных еврооблигаций

	2007	2008	2009	2010	2009				2010			
					1 кв.	2 кв.	3кв	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.
ВВП, % г/г	8.6	10.2	0.2	7.6	1.1	-0.4	-0.8	1.0	4.0	8.9	6.7	10.3
Расходы на конечное потребление	7.0	9.1	0.0	6.1	2.9	-0.7	-1.7	0.0	2.5	8.0	5.0	8.1
Расходы домашних хозяйств	7.1	9.1	0.1	5.9	2.9	-0.6	-1.6	0.1	2.6	7.9	4.8	8.2
Валовое накопление	5.6	10.3	-1.2	6.5	3.4	2.6	-2.7	-6.7	-1.8	4.4	8.9	12.7
Внутренний спрос	12.6	19.5	-1.2	12.6	6.3	1.9	-4.4	-6.7	0.9	12.4	13.9	20.8
Чистый экспорт товаров и услуг	-1.5	-9.4	2.1	-4.0	-6.4	-2.8	4.6	10.4	3.6	-2.7	-7.5	-7.4
Статистические расхождения	-2.5	0.2	-0.7	-1.1	1.1	0.5	-1.1	-2.7	-0.5	-0.8	0.3	-3.1

Источник: GET

Таблица 1
Составляющие экономического роста Республики Беларусь

нок никак не мог нащупать дна, что провоцировало буквально панические продажи. Зачастую еврооблигации на низком уровне подбирают именно национальные инвесторы, но в нашем случае определенные инфраструктурные недоработки не позволили местным игрокам, особенно из корпоративного сектора, занять более активную позицию на рынке. Дело в том, что национальная депозитарная система не имеет корреспондентских отношений с основными европейскими клиринговыми системами — Euroclear и Clearstream, поэтому для белорусских корпоратов депозитарное хранение суверенных евробондов является определенной проблемой. А клиентский спрос на бумаги возникал. Еще одним фактором, поспособствовавшим ускоренному падению бумаг, стало то, что некоторые участники рынка в определенный момент заняли короткие позиции по инструменту. Короткие продажи, запрещенные в США, пока активно используются на развивающихся рынках. Всю вину сваливать на «медведей», конечно, нельзя, но и полностью исключить их влияние тоже было бы неправильно. Динамика котировок и доходности суверенных белорусских еврооблигаций заставили инвесторов и аналитиков обратить более пристальное внимание на макроэкономические показатели Беларуси. Когда пелена тумана и страха рассеялась, котировки достаточно быстро выросли, но нет дыма без огня. В чем же состоят основные слабости белорусской экономики и могут ли они привести к дефолту суверенных бондов?

Республика Беларусь с точки зрения темпов роста экономики выглядит уверенно по сравнению с другими странами своего региона, являясь лидером по темпам роста ВВП в последнее пятилетие. Даже в кризисный 2009 год страна, в отличие от большинства развивающихся рынков, показала прирост реального ВВП на уровне 0.2%.

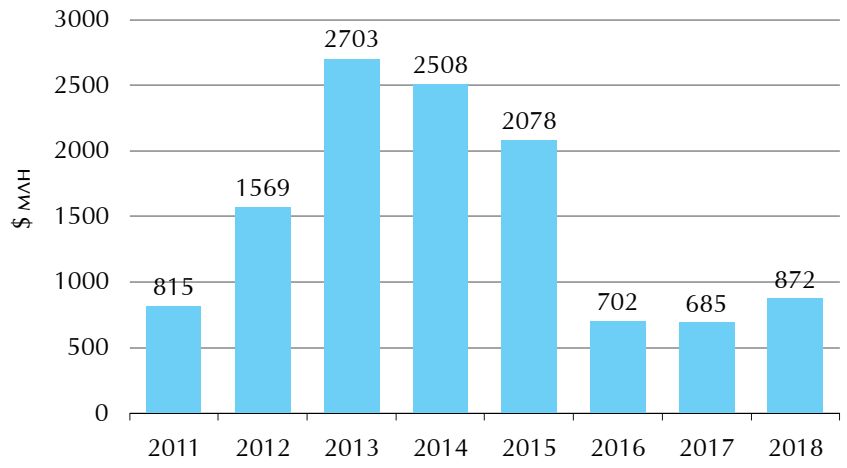
Основой роста ВВП в 2010 году стал во многом искусственный разогрев внутреннего спроса, особенно в последнем квартале (Таблица 1).

Это обусловило возрастание инфляционного давления. Еще одним последствием чрезмерно возросшего внутреннего спроса стал дальнейший рост внешнего дефицита. Дефицит счета текущих операций традиционно является главной проблемой белорусской экономики. В 2010 году он вырос по сравнению с 2009 годом на 32.9%, достигнув $8492.7 млн (15.5% ВВП). Первые три месяца 2011 года показатель продолжал ухудшаться. Сальдо внешней торговли товарами за указанный период было отрицательным ($3 млрд). Это не могло не сказаться на размере чистых золотовалютных резервов страны: за первый квартал 2011 года они сократились с близких к пиковым показателей в $5.7 млрд на конец декабря 2010 года до $3.7 млрд на начало апреля 2011 года, что соответствует уровню резервов на конец 2008 года (перед предыдущей девальвацией национальной валюты).

Как видно на Рисунке 4, ближайшие погашения государственного долга в 2011 и 2012 годах представляют из себя незначительную величину относительно размера экономики. Существующий уровень резервов позволяет комфортно обеспечивать текущие внешние обязательства государства.

В последние годы дефицит текущего счета успешно компенсировался профицитом счета капитальных операций. Учитывая достаточно низкий уровень долговой нагрузки, особенно по сравнению с другими странами региона (Рис. 5), что предполагает наличие адекватных возможностей по рефинансированию долга в случае возникновения такой необходимости, риск

Рисунок 4
График погашения государственного долга РБ (основной долг и проценты)



дефолта по суверенным обязательствам Беларуси представляется крайне маловероятным.

В то же время, рынку нужна достаточно убедительная среднесрочная стратегия развития экономики страны, которая позволит успешно противостоять нарастающим дисбалансам. Эксперты Немецкой экономической группы (GET) в Беларуси считают, что придется пожертвовать темпами экономического роста . По мнению экспертов GET, в текущей ситуации экономические власти Беларуси не могут дальше предоставлять фискальные и монетарные стимулы для экономики на уровне прошлого года. В отношении перечня мер экономической политики существует определенный выбор. В рамках первого сценария основным инструментом стабилизации может стать значительная девальвация, что будет содействовать улучшению динамики чистого экспорта, обеспечивая большую конкурентоспособность экспорта и меньшую привлекательность импорта. Такой выбор спровоцирует ускорение инфляции и приведет к достаточно быстрому снижению реальных доходов населения. Вторым сценарием видится прямое ограничение внутреннего спроса за счет ужесточения фискальной и монетарной политики. Этот вариант подразумевает ограничение доходов в номинальном выражении, а также сворачивание квазифискальных операций, финансируемых через механизм директивного кредитования. Наиболее вероятным видится вариант сочетания мер политики из обоих «радикальных» сценариев. Кроме того, неотъемлемым инструментом в рамках любого сценария является сохранение внешних заимствований, поскольку для того чтобы сбалансировать внешнюю торговлю, потребуется определенное время.

Реализация описанных сценариев приведет, по мнению GET, к достижению основных макроэкономических показателей, отраженных в Таблице 2.

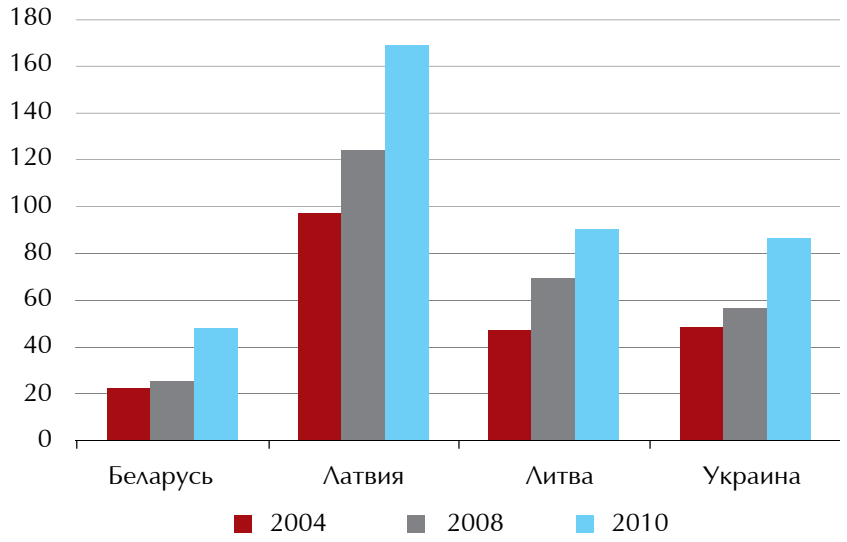
В краткосрочной перспективе в вопросе урегулирования диспропорций платежного баланса ставка делается на получение кредитов от российского правительства на $1 млрд и антикризисного фонда ЕврАзЭС на $2 млрд. Согласно поступающей информации, получение российского кредита ожидается в первой половине 2011 года, сейчас стороны согласовывают детали. В среднесрочной перспективе достаточно позитивно оцениваются возможности продолжения сотрудничества Беларуси с МВФ и Всемирным банком: экономические власти и Национальный банк в последние годы достаточно последовательно и в существенном объеме исполняют рекомендации этих международных организаций. В частности, рекомендованная МВФ девальвация национальной валюты де-факто уже произведена, причем в размере, превышающем рекомендованный МВФ уровень.

Не стоит забывать и о том, что Беларусь обладает серьезным потенциалом привлечения прямых иностранных инвестиций за счет проведения приватизации. А это значительный пласт потенциальных ресурсов с учетом того, что до 70% экономики страны находится в государственной собственности. В стране утвержден план приватизации до 2013 года, по которому должны быть приватизированы 244 компании энергетического, строительного, машиностроительного и пищевого комплексов. Активно обсуждается возможность продажи государственного пакета в ранее приватизированных с участием иностранного капитала предприятиях. Цена вопроса составляет несколько миллиардов долларов. И это не говоря о том, что главный козырь в виде крупных эффективных промышленных предприятий государство еще не доставало из рукава.

На этом фоне предположения о дефолте суверенных евробондов выглядят надуманными, а текущие котировки Belarus-15 и Belarus-18 и предлагаемая рынку доходность при сохраняющемся избытке ликвидности и интересе к развивающимся рынкам — как нелепое недоразумение. Вхождение в рынок на существующих ценовых уровнях (около 94% от номинала по Belarus-15) выглядит как достаточно надежная ставка для долгосрочных портфельных инвесторов, предпочитающих удерживать бумаги для погашения. Слишком хорошо, чтобы отказаться… Что касается более активных трейдеров, рассчитывающих на возможности получения спекулятивной прибыли, то этот уровень все еще выглядит достаточно привлекательным. Дополнительного предложения белорусского риска, которое могло бы создать давление на цены, мы не прогнозируем: эмитенты из корпоративного сектора вряд ли будут выходить на открытый рынок при существующей доходности суверена. Привлечение валютных ресурсов на внутреннем рынке обходится сейчас намного дешевле, а новые размещения суверенных еврооблигаций до того, как принимаемые макроэкономические меры начнут приносить результат, также маловероятны. Справедливая цена Belarus-15, на наш взгляд, должна составлять не менее номинала. Поэтому существенный потенциал роста в бумаге присутствует. Некоторые инвесторы предпочитают дождаться позитивных новостей — получения российского кредита и официальной девальвации — до того, как открыть длинную позицию по белорусским бондам. Но, как говорится, «покупай слух, продавай новость». Позитивных сигналов в последнее время было достаточно. Поэтому наша рекомендация такова: buy and hold.

Еще одну интересную инвестиционную возможность, основанную на вложении в облигации белорусских эмитентов, мы связываем с ужесточением монетарной политики. На фоне инфляционного навеса в экономике Национальный банк занял достаточно последовательную позицию, направленную на ограничение денежного предложения и повышение базовых процентных ставок. Предполагается, что объем рефинансирования банков может сократиться в 2011 году на 30%. Ставка рефинансирования Нацбанка повышалась уже несколько раз с марта, и регулятор декларирует продолжение этой политики в случае необходимости. В результате с высокой долей вероятности можно прогнозировать рост стоимости новых заимствований, в том числе на рынке облигаций. Ставки на межбанковском рынке овернайт значительно выросли с начала 2011 года и в апреле – начале мая месяца удерживались на стабильно высоком уровне 18–19% годовых. Ставки кредитования клиентов перебрались за границу 20% годовых. С учетом существующей налоговой льготы по вложению в корпоративные облигации ставки на рынке облигаций будут несколько ниже, но в любом случае можно ожидать появления новых выпусков, предлагающих достаточно высокую доходность, на уровне 17–18% годовых.

Одновременно происходят интересные изменения на валютном рынке: де-факто в стране уже произошла девальвация национальной валюты, причем ее размах был более широким, чем предполагалось. На фоне ограниченного доступа импортеров к иностранной валюте ее цена, на наш взгляд, значительно превысила равновесное значение: на межбанковском рынке курс доллара к белорусскому рублю составлял в конце апреля – начале мая 5000–5300,



Источник: Raiffeisen Bank International Research

Рисунок 5
Долговая нагрузка РБ по сравнению со странами-соседями (валовый внешний долг, % ВВП)

что на 60% выше официального курса. Мы оцениваем такой курс как ажиотажный и неустойчивый. Можно предположить, что со стабилизацией предложения со стороны экспортеров и снижения спроса со стороны импортеров курс доллара по отношению к национальной валюте может значительно снизиться. Практика предыдущей девальвации 2009 года указывает на некоторую стабилизацию курса после проведения девальвации. С учетом того что в 2011 году рынок не получил официального ориентира по уровню девальвации, можно предполагать, что падение валюты было необоснованно сильным, и в ближайшей перспективе стоит ожидать ее серьезного укрепления. Одной из рекомендаций МВФ была девальвация белорусского рубля на 20–25%, то есть до уровня около 3600–3800 руб. за доллар. Из уст либеральных руководителей экономического блока правительства звучало, что справедливым курсом был бы уровень 3800–4100 руб. за доллар. В принципе, с этим можно согласиться. На этом фоне идея инвестирования в облигации белорусских заемщиков первого эшелона (банков и крупных корпоратов), номинированные в белорусских рублях, выглядит очень привлекательной. Можно на пике продать иностранную валюту на межбанковском рынке, вложиться в высокодоходные бонды, а через определенный период выйти из позиции уже по более низкому курсу. С учетом того что срочность вложений в местные белорусские бумаги незначительна (преобладают относительно короткие выпуски на один-два-три года, зачастую с наличием полугодовых оферт), горизонт инвестирования является не очень длинным. Существует риск столкнуться с недостаточным предложением валюты при обратной конвертации, но можно предположить, что на горизонте 1–1.5 лет он окажется значительно ниже, чем в текущей ситуации, а перспектива получить доходность 25–30% годовых в твердой валюте очень заманчива.

Другая возможность, связанная с белорусскими бумагами, лежит в плоскости трансграничных заимствований. Потребности финансирования, особенно инвестиционных проектов, у белорусских заемщиков никуда не исчезли, а возможности привлечения финансирования на приемлемых условиях сузились. Уровень доходности, заданный бенчмарком на рынке еврооблигаций, выглядит на текущий момент запретительным для белорусских заемщиков корпоративного сектора. Местный рынок, более доступный по цене заимствования, не может предложить необходимые сроки. В этой связи огромный интерес для белорусских эмитентов представляет возможность размещения облигаций на российском рынке, чему способствует целый ряд факторов: низкие ставки на фоне избыточной ликвидности, относительно длинные сроки выпусков, активный вторичный рынок, желание Москвы стать одним из мировых финансовых центров и создание на этом фоне достаточно комфортных возможностей для иностранных эмитентов. Цена заимствования при использовании механизма валютно-процентного свопа выглядит для белорусских заемщиков приемлемой по сравнению с размещениями на западном рынке. В свою очередь, белорусские компании могут представлять достаточно большой интерес и для российских инвесторов по целому ряду причин. Минимальный рыночный размер выпуска — 1 млрд российских руб. — предполагает, что на рынок смогут попасть только относительно крупные белорусские компании с устойчивым финансовым положением. Риск белорусских компаний, многие из которых имеют активный бизнес с РФ, более понятен российскому инвестору, чем риск других эмитентов-нерезидентов. И пожалуй, самое главное и приятное для инвесторов: белорусским эмитентам придется платить достаточно ощутимую премию за дебютные выпуски, что сделает их бумаги более привлекательными по сравнению с бумагами их российских аналогов с идентичным профилем риска. Интерес к выпуску облигаций на российском рынке есть, к осени можно ожидать первые размещения. Нас ждет интересный год.

Таблица 2
Основные параметры прогноза ключевых макроэкономических показателей РБ

	2008	2009	2010	2011 (прогноз)	2012 (прогноз)
Реальный ВВП, % г/г	10.3	0.2	7.6	3.5	4.4
Сальдо текущего счета, % ВВП	-8.6	-13.0	-15.5	-13.2	-8.1
ИПЦ, %, г/г	14.8	13.0	7.8	17.4	8.7
Совокупный вешний долг, % ВВП, к/п	24.9	45.1	52.2	60.8	62.3

Источник: Raiffeisen Bank International Research