Ринат КИРДАНЬ,
директор исследований долгового рынка, «АТОН»

В настоящее время на рынке сложился дефицит бумаг из стран СНГ с интересным соотношением доходности и высокого кредитного качества. Новым рыночным сегментом с привлекательными инвестидеями могут стать облигации эмитентов из Республики Азербайджан. Нефтедобывающая страна демонстрирует хорошие макроэкономические и бюджетные показатели и значительные государственные резервы. Азербайджанские компании, дебютирующие на облигационном рынке, имеют квазигосударственный статус, отличаются высокой кредитоспособностью и обладают хорошим потенциалом в связи с ростом узнаваемости страны на рынке, а также вероятными перспективами размещения суверенных бондов.

Андрей БОБОВНИКОВ,
вице-президент по исследованиям долгового рынка, «АТОН»

В «страну огней»

МАКРОЭКОНОМИКА: СТАБИЛЬНЫЙ РОСТ, ПРОФИЦИТ БЮДЖЕТА И УПРАВЛЯЕМАЯ ИНФЛЯЦИЯ

Начиная с 2006 года ВВП Азербайджана рос в среднем на 20% благодаря высоким ценам на нефть, росту добычи углеводородов и ориентации на нефтегазовый сектор, на долю которого приходится 52% ВВП и 93% экспорта страны. Бурное развитие этого сектора также привлекало значительные объемы прямых иностранных инвестиций (ПИИ), которые выросли на 49% до $8.2 млрд в 2010 году. В прошлом году рост ВВП замедлился до 5%, но все-таки превысил динамику этого показателя в большинстве других стран СНГ. Позитивной новостью стало то, что источником роста ВВП стал ненефтяной сектор экономики, который прибавил 7.9% в годовом сопоставлении на фоне увеличения государственных расходов: например, расходы на строительство и инфраструктуру, финансируемые в основном за счет государства, увеличились на 20.3%. По прогнозам глобальных институтов развития и рейтинговых агентств, ВВП Азербайджана вырастет на 2.8–5.8% в 2011 году. Мы ожидаем, что цифра превысит 5.8%, учитывая, что средняя цена на нефть марки Brent уже приблизилась к $108 за баррель с начала года. По нашему мнению, в 2012–2013 годах положительная динамика ВВП сохранится, однако уже с 2014 года рост ВВП ускорится благодаря увеличению добычи за счет накопленных ПИИ в нефтяном секторе и ввода новых месторождений на блоках Азери-Чираг-Гюнешли и Шах-Дениз-2. К числу других факторов роста в долгосрочной перспективе относятся увеличение располагаемых доходов населения, развитие банковской системы и механизма кредитования частного сектора и населения.

Инфляция в стране, снизившись до уровня в 1.5% в 2009 году, в 2010 году достигла 5.7% на фоне повышения цен

> В ПЕРИОД КРИЗИСА АЗЕРБАЙДЖАН — В ОТЛИЧИЕ ОТ ДРУГИХ СТРАН СНГ, В ТОМ ЧИСЛЕ РОССИИ И КАЗАХСТАНА — СМОГ ПРОДЕМОНСТРИРОВАТЬ РОСТ РЕАЛЬНОГО ВВП, СНИЗИТЬ ИНФЛЯЦИЮ, СДЕРЖАТЬ РОСТ БЕЗРАБОТИЦЫ И ОБМЕННОГО КУРСА, СОХРАНИТЬ ПРОФИЦИТ БЮДЖЕТА И ИЗБЕЖАТЬ ПУБЛИЧНЫХ ДЕФОЛТОВ

на импорт и плохого урожая. Ее ускорению также способствовали увеличение заработных плат и кредитов частному сектору экономики (+9.7%). В этом году ожидается небольшое ускорение инфляции до уровня 8–9%. Осознавая эту проблему, Центральный банк Азербайджана (ЦБА) повысил в марте этого года ставку рефинансирования до 5% (с 3%), а обязательные нормы отчислений в резервы — до 2% (с 0.5%), ужесточив таким образом стимулирующую денежно-кредитную политику, принятую в 2009 году.

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФИНАНСЫ: ОТРИЦАТЕЛЬНЫЙ ЧИСТЫЙ ДОЛГ И ВЫСОКАЯ ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТЬ

Значительные нефтяные доходы позволили Азербайджану создать крупнейший в СНГ (в процентах от ВВП) бюджетный резервный фонд — Государственный нефтяной фонд Азербайджанской Республики (ГНФАР), который на конец первого квартала 2011 года составил $25.8 млрд (+13% в первом квартале 2011 года и +53% в 2010 году). Вместе с резервами ЦБА ($6.7 млрд на начало апреля) совокупная ликвидная позиция страны составляет около 60% ВВП. Учитывая, что долг расширенного правительства находится на уровне всего 5.6% ВВП, а совокупный публичный долг не превышает 10% ВВП, мы оцениваем способность страны и квазисуверенных заемщиков обслуживать свой долг как крайне высокую.

УСТОЙЧИВОСТЬ К КРИЗИСУ

В период кризиса Азербайджан — в отличие от других стран, в том числе России и Казахстана — смог продемонстрировать рост реального ВВП, снизить инфляцию, сдержать рост безработицы и обменного курса, сохранить профицит бюджета и избежать публичных дефолтов. По нашему мнению, это стало возможно благодаря низкой степени зависимости Азербайджана от глобальных финансовых рынков, наличию значительных резервов и эффективным действиям правительства и ЦБА. На наш взгляд, способность страны динамично развиваться в условиях посткризисного периода (или даже в обстановке нового кризиса) на сегодняшний день возросла, так как объем ликвидной «подушки» стал еще больше, страна накопила опыт антикризисных мер и заработала репутацию надежного заемщика.

	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П
Рост реального ВВП, %	25	10.8	9.3	5.0	4.2	4.7
Инфляция, %	16.6	20.8	1.5	5.7	7.9	6.5
Уровень безработицы, %	6.5	6.5	6.4	6.2	6.1	6.0
Дефицит/профицит торгового баланса, % от ВВП	27.3	34.3	23.4	26.7	24.8	21.8
Дефицит/профицит расш. бюджета, % от ВВП	2.3	17.4	6.3	14.9	10.1	11.1

Источники: Государственный комитет по статистике Республики Азербайджан, Международный валютный фонд, Азиатский банк развития, Standard & Poor's, оценки «АТОНА»

Таблица 1
Основные макроэкономические показатели Азербайджана

БАНКОВСКАЯ СИСТЕМА: ЭФФЕКТИВНЫЙ РЕГУЛЯТОР И ВЫСОКАЯ КОНЦЕНТРАЦИЯ РЫНКА И КРЕДИТНЫХ ПОРТФЕЛЕЙ

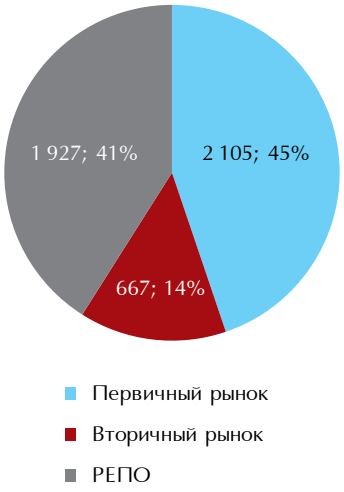
В числе сильных сторон банковской системы Азербайджана мы хотели бы отметить высокую эффективность регулирующих органов, которая проявилась в том числе и во время кризиса. ЦБА своевременно предоставил банкам ликвидность, перезапустил механизм кредитования реального сектора и ввел обеспечение по розничным депозитам. Другая важная сторона — сильное желание и политическая воля ЦБА (и государства в целом) избегать корпоративных дефолтов, а также готовность государства предоставлять финансовую помощь практически в любых объемах при необходимости. В числе главных рисков — высокий уровень концентрации как самой системы, так и кредитных портфелей банков, а также проблема качества активов, хотя ее пик уже пройден.

ЛОКАЛЬНЫЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК: В НАЧАЛЕ ПУТИ

Фондовый рынок Азербайджана находится пока в начале развития. Несмотря на наличие развитой юридической и технологической инфраструктуры, торговые обороты крайне малы. Так, совокупный оборот ценных бумаг на Бакинской фондовой бирже (БФБ) составил $4.7 млрд в 2010 году и около $2.1 млрд в первом квартале 2011 года. Для сравнения, среднесуточный оборот ценных бумаг в 2010 году на ММВБ составил около $13.7 млрд. Как видно из графиков, основной оборот приходится на первичный рынок (45%) и РЕПО (41%). В первичном сегменте доминируют государственные бумаги (ГКО и ноты, 64%), на вторичном — корпоративные облигации (59%).

Вместе с тем, мы верим, что местный фондовый рынок будет активно расти в ближайшие годы благодаря привлекательности азербайджанских эмитентов, развитию банковского сектора, росту благосостояния населения и отсутствию ограничений на движение капитала.

Рисунок 1
Оборот на БФБ по секторам в 2010 году, $ млн



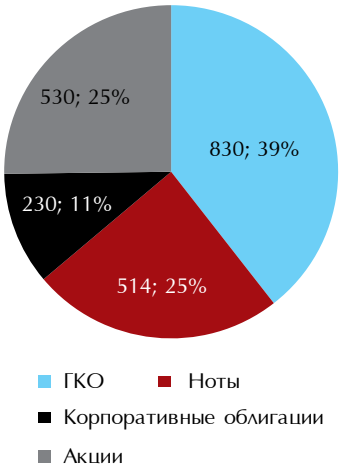


Рисунок 2
Объем первичного рынка, $ млн

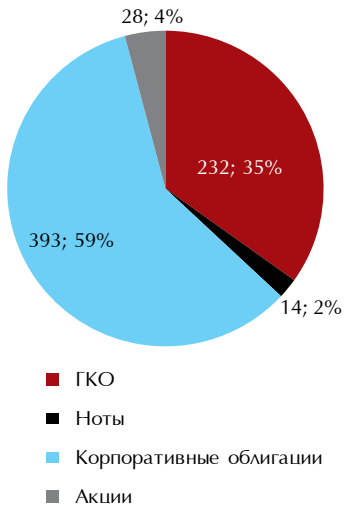


Рисунок 3
Объем вторичного рынка, $ млн

ПОЛИТИЧЕСКАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ НА БЛИЖАЙШИЕ ГОДЫ

Президент Ильхам Алиев был переизбран на второй пятилетний срок в октябре 2008 года. С тех пор его популярность усилилась, о чем, например, свидетельствуют результаты парламентских выборов в ноябре 2010 года (86% голосов было отдано за правящую партию) и усиление социальной стабильности на фоне роста уровня жизни. Учитывая, что ограничения на многократное пребывание одного кандидата на посту президента были недавно сняты, мы ожидаем, что г-н Алиев будет участвовать в следующих выборах и имеет все шансы их выиграть. Мы также считаем, что правящей партии удастся эффективно сдерживать потенциальный рост социальной напряженности благодаря продолжающемуся росту благосостояния населения, значительным финансовым ресурсам, слабости оппозиции, светскому характеру общества и несклонности населения к активным агрессивным действиям. Таким образом, несмотря на то что концентрация власти и влияния несет с собой определенные риски, мы не думаем, что Азербайджан пойдет по пути «североафриканского/ближневосточного сценария».

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ

В начале этого года компания «Азербайджанские железные дороги» (АЖД) успешно разместила пятилетние LPN объемом $125 млн со ставкой купона 8.25%. АЖД — государственная железнодорожная компания страны, которая управляет системой железных дорог и владеет путями, инфраструктурой и подвижным составом. АЖД занимается транспортировкой нефти, нефтепродуктов и навалочных грузов, а также перевозкой пассажиров. Поскольку рост объемов добычи нефти будет существенно опережать увеличение пропускной способности трубопроводов, бизнес-риск компании достаточно низкий. Среди сильных сторон финансового риска АЖД мы выделяем низкую долговую нагрузку, комфортные сроки погашения долга, хорошие показатели генерирования денежного потока и гибкие капитальные расходы. Еврооблигации АЖД сейчас торгуются с доходностью 7%, на одном уровне с облигациями «Грузинских железных дорог» (B+) с погашением в 2015 году, кредитное качество которых гораздо слабее в сравнении с АЖД (ожидаемый рейтинг — BBB-). Премия к более сопоставимому выпуску «Казахстан-Темиржолы» (BBB-) с погашением в 2016 году составляет 240 б.п.

Другая инвестиционная идея — трехлетние LPN Международного банка Азербайджана (МБА) объемом $130 млн и ставкой купона 8.5%. МБА (Baa3) — квазисуверенный универсальный банк, на долю которого приходится чуть менее половины активов и депозитов банковской системы страны. Среди сильных сторон кредитного профиля банка отметим значимость данного учреждения для платежной системы страны, что практически гарантирует господдержку, хорошую платежную дисциплину заемщиков, высокую прибыльность операций и достаточный уровень ликвидности. Премия этой облигации МБА к синтетической кривой банков СНГ с рейтингом BBB- составляет сейчас примерно 180 б.п., что, на наш взгляд, не вполне обоснованно.

> ПОСЛЕ ДЛИТЕЛЬНОГО ОЖИДАНИЯ РЫНОК МОЖЕТ УВИДЕТЬ СУВЕРЕННЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ АЗЕРБАЙДЖАНА УЖЕ В ЭТОМ ГОДУ

Одной из причин существования значительных спредов к сравнимым компаниям является относительно низкая ликвидность обоих выпусков облигаций, так как многие buy-side фонды не могут покупать бумаги эмитентов из стран, у которых отсутствует суверенный бенчмарк. Насколько нам известно, после длительного ожидания рынок может увидеть суверенные еврооблигации Азербайджана уже в этом году, однако официальной информации об объеме, ставке и формате размещения пока нет. Мы уверены, что выпуск суверенного бенчмарка послужит значимым катализатором роста цен облигаций АЖД и МБА, а также облегчит доступ других эмитентов на рынок и значительно увеличит ликвидность данного сегмента рынка в целом.