Артем ОРЛОВ,
специалист по долговым рынкам СНГ, Cbonds

ФОНДОВЫЙ РЫНОК ПОСТСОВЕТСКОГО ПРОСТРАНСТВА ВЕСЬМА НЕОДНОРОДЕН. НА ФОНЕ РОССИИ, УКРАИНЫ, КАЗАХСТАНА И БЕЛОРУССИИ, ИМЕЮЩИХ РАЗВИТЫЙ РЫНОК ГОСБУМАГ И СЕГМЕНТ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ, ВЫДЕЛЯЕТСЯ РЯД СТРАН, ГДЕ ТРАДИЦИИ ПУБЛИЧНЫХ ЗАИМСТВОВАНИЙ ТОЛЬКО НАЧИНАЮТ ФОРМИРОВАТЬСЯ. ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ ГРУЗИИ, АРМЕНИИ, УЗБЕКИСТАНА И КИРГИЗИИ ОБЪЕДИНЯЕТ НАЛИЧИЕ ДОВОЛЬНО ПРЕДСТАВИТЕЛЬНОГО СЕКТОРА ГОСОБЛИГАЦИЙ И ПРАКТИЧЕСКИ ПОЛНОЕ ОТСУТСТВИЕ ВЫПУСКОВ КОРПОРАТИВНЫХ ЗАЕМЩИКОВ, СВЯЗАННОЕ КАК С МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИМИ ОСОБЕННОСТЯМИ ЭТИХ РЕГИОНОВ, ТАК И С ОРИЕНТАЦИЕЙ ЧАСТНОГО СЕКТОРА НА РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ КРЕДИТОВ, СЛАБОЙ ПРОЗРАЧНОСТЬЮ КОМПАНИЙ И УЗКОЙ ИНВЕСТОРСКОЙ БАЗОЙ.

На все четыре стороны

УЗБЕКИСТАН

Фондовый рынок в Узбекистане начал восстанавливаться после кризиса довольно быстрыми темпами: уже в 2010 году на регулярной основе проводились торги на первичном и вторичном рынках по размещению среди инвесторов государственных среднесрочных облигаций. Общий объем госбумаг в обращении по данным на апрель 2011 года составлял 63.175 млрд сумов ($37 млн). Среднегодовая доходность облигаций находилась на уровне 5.7%.

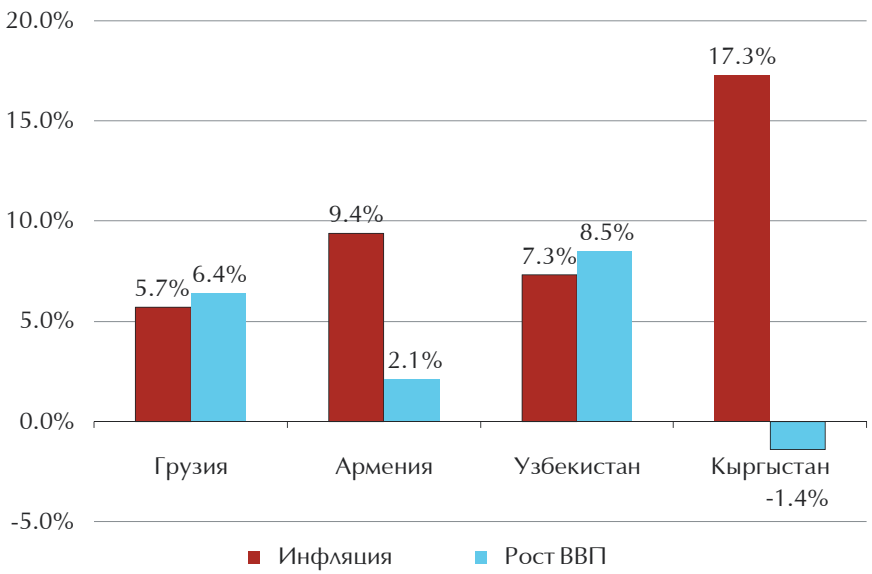
В обращении находятся исключительно среднесрочные бумаги, краткосрочных и долгосрочных облигаций на рынке нет. Отсутствие краткосрочных займов говорит о неразвитости рынка и слабом спросе у инвесторов на краткосрочный долг. Это не совсем типично для развивающихся стран (например, в Кыргызстане краткосрочные займы составляют существенную долю от общего числа размещенных ГОСов) и связано прежде всего с довольно большими золотовалютными резервами (около $10 млрд), которые позволяют покрывать большую часть потребностей государства в деньгах.

Одной из особенностей фондового рынка Узбекистана является его крайняя закрытость для внешних инвесторов: гособлигации страны не могут приобретаться иностранными участниками и эмитируются только в национальной валюте — сумах.

Интересно, что в отличие от других относительно молодых долговых рынков на пространстве СНГ, в Узбекистане объем выпусков в корпоративном секторе значительно превышает емкость сегмента госбумаг. По итогам девяти месяцев 2010 года в обращении находилось 37 выпусков корпоративных облигаций на общую сумму 197.7 млрд сумов ($116 млн). За три квартала прошлого года было зарегистрировано 15 выпусков корпоративных облигаций 12 эмитентов, являющихся коммерческими банками, с совокупным объемом эмиссии 166 млрд сумов. При этом совокупный оборот корпоративных бумаг за девять месяцев 2010 года составил 144.1 млрд сумов ($983 млн), превысив тем самым аналогичный показатель 2009 года более чем в 115 раз.

Удельный вес первичного рынка корпоративных облигаций в общем объеме первичного рынка ценных бумаг составил

Рисунок 1
Инфляция и рост ВВП в 2010 году



14.6%. Повышению спроса на корпоративные облигации, выпускаемые коммерческими банками, способствовало освобождение юридических лиц на пять лет от налогообложения по процентным доходам, полученным от размещения на депозиты и в долговые ценные бумаги коммерческих банков на срок свыше одного года.

Таким образом, в настоящее время фондовый рынок Узбекистана находится в процессе восстановления. Результат этого процесса во многом будет зависеть от того, удастся ли его участникам существенно улучшить законодательную базу и повысить информационную открытость рынка, что позволит привлечь внимание иностранных инвесторов.

КЫРГЫЗСТАН

Финансовая ситуация в Кыргызстане в последний год определялась не только общей макроэкономической нестабильностью в регионе и в мире, но и внутренними политическими факторами, связанными с противостоянием различных политических сил в стране.

При предыдущем президенте Кыргызстана Курманбеке Бакиеве в стране существовало целых три фондовых биржи. В настоящий момент происходит процесс их консолидации в одну биржевую структуру. Очевидно, что это создаст более понятные правила игры для инвесторов и участников рынка, однако пока не наблюдается интереса ни со стороны тех, ни со стороны других в силу отсутствия прозрачных условий для размещения и четкой нормативной базы. Так, в 2010 году в Кыргызстане состоялось всего одно размещение — муниципальных облигаций мэрии города Бишкека объемом 225.5 млн сомов ($4.8 млн).

Киргизия во многом ориентируется на соседний Казахстан при выборе курса денежно-кредитной политики, поэтому есть основания полагать, что со временем мы увидим здесь рынок корпоративных облигаций, похожий на казахстанский. Однако небольшой масштаб экономики страны, макроэкономическая и политическая нестабильность могут стать препятствием на пути к формированию полноценного внутреннего долгового рынка. Не исключено, что киргизские компании будут выходить со своими займами на рынки Казахстана или России.

Рынок госбумаг в Кыргызстане тоже весьма своеобразен: долгосрочных облигаций в обращении нет. В обращении находятся исключительно краткосрочные и среднесрочные ноты. 67% рынка (3.902 млрд сомов, или $83.144 млн) приходится на краткосрочные ноты и векселя центрального банка, причем семи- и 14-дневные ноты используются исключительно как инструмент монетарной политики государства. Среднесрочные ноты представлены только двухлетними бумагами и составляют 33% рынка (1.9 млрд сомов, или $40.905 млн).

Кыргызстан имеет все шансы для формирования современного фондового рынка, но при условии снижения высоких политических рисков и улучшения макроэкономических показателей, таких как безработица и инфляция, которая в прошлом году составила 9.9% (самый высокий уровень среди стран СНГ).

АРМЕНИЯ

Экономика Армении довольно тяжело пережила кризис, однако в 2010 году наметилась положительная динамика. Объем ВВП увеличился на 2.6% по сравнению с 2009 годом, составив 3509.5 млрд драмов ($9.352 млрд). Таким образом Армении удалось превысить запланированный в госбюджете на прошлый год показатель роста ВВП на уровне в 1.2%. Однако инфляция оставалась на достаточно высоком уровне — порядка 8.2%. При этом, согласно госбюджету, рост цен ожидался на уровне 4% (±1.5%).

Объем госдолга в 2010 году составлял $3795 млн, или около 44% ВВП. В связи с достаточно сложной экономической конъюнктурой темпы роста замедлились по сравнению с активным ростом в первые месяцы 2010 года. Правительство проводит структурные реформы в рамках программы МВФ. В целом экономика выигрывает от большого притока инвестиций и государственного финансирования инфраструктурных проектов.

Фондовый рынок Армении более развит, нежели узбекский и киргизский, об этом прежде всего говорит наличие сегмента долгосрочных облигаций общим объемом 46 млрд драмов ($125.5 млн). Общий объем рынка госбумаг составляет 180 млрд драмов (около $481 млн). При этом показательно, что объем длинных выпусков незначительно, но превышает находящиеся в обращении краткосрочные долговые бумаги (25% против 23%). Структура срочности армянского долга выглядит довольно сбалансированной, но высокие проценты по государственным облигациям препятствуют привлечению денежных ресурсов на публичном долговом рынке частными компаниями. Поэтому в долгосрочной перспективе целью финансовой политики должно стать снижение доходности по государственным ценным бумагам. Корпоративный сектор намного уступает государственному по объему обращающихся на рынке бумаг (4.4 млрд драмов) и представлен всего пятью участниками. На данном этапе армянские компании склонны больше использовать другие финансовые инструменты, такие как корпоративные кредиты или выпуск акций. Рынок акций больше рынка корпоративных облигаций более чем в 7.5 раз (34 млрд драмов). Неразвитость корпоративного рынка ценных бумаг в Армении можно связать с недостаточной проработанностью нормативно-правовой базы, низким спросом со стороны инвесторов и небольшим количеством участников (листинг прошли всего 11 компаний). Небольшие объемы бизнеса зачастую просто не позволяют многим компаниям рассматривать рынок ценных бумаг как доступный механизм привлечения денежных ресурсов. Это, в свою очередь, снижает их заинтересованность в повышении информационной открытости и прозрачности бизнеса.

Сектор еврооблигаций в Армении пока отсутствует. Кроме того, высокие валютные риски препятствуют притоку иностранных инвестиций.

ГРУЗИЯ

Из всех описываемых стран Грузию можно отнести к наиболее развитым в экономическом отношении регионам. Во многом этому поспособствовали политические перемены, произошедшие в стране, что позволило ей, не имея крупных золотовалютных резервов и развитой промышленности, устоять в кризис. В 2010 году после двух непростых кризисных лет позитивные изменения выразились в росте экспорта, улучшении платежного баланса, а также показателей банковского сектора: большинство банков вернулись к прибыли, увеличили кредитные портфели и объем депозитов, сократив объем просроченных кредитов.

Согласно данным Национальной службы статистики Грузии, внешнеторговый оборот Грузии в первом квартале 2011 года вырос на 36% и составил

$1.862 млрд. Отрицательное сальдо торгового баланса страны за тот же период составило $934 млн, что также на 36% больше аналогичного показателя за предыдущий год. Экспорт продукции в январе-марте 2011 года составил $464 млн, это на 35% больше аналогичного показателя прошлого года, объем импорта составил $1.398 млрд (+36%). Международный валютный фонд повысил прогноз экономического роста в Грузии в 2011 году до 5.5% с прежних 4.5%. Конечно, за такими впечатляющими успехами стоит «помощь доноров» и международных финансовых организаций на $4.5 млрд, рассчитанная до конца 2011 года. МВФ в настоящее время предоставляет Грузии кредиты по начатой в 2008 году трехлетней программе на общую сумму около $1.2 млрд. В условиях активных денежных вливаний в экономику основной экономической задачей грузинских властей оставалось сдерживание инфляционного давления, вызванного повышением цен на продовольствие и топливо.

Фондовый рынок Грузии более развит, нежели армянский, узбекский и киргизский. На нем представлены как краткосрочные, так и долгосрочные государственные ценные бумаги. По данным центрального банка страны, краткосрочные заимствования составляют 291 млн лари ($187.81млн), объем в обращении среднесрочных и долгосрочных бумаг — 185 млн лари ($119.40 млн). Таким образом, можно говорить о том, что государственный долг Грузии сбалансирован с точки зрения структуры срочности. Отличительной чертой грузинского долгового рынка является наличие еврооблигаций, что говорит о присутствии спроса на грузинские ценные бумаги за рубежом. В данный момент в обращении находится четыре выпуска (Банк Грузии, «Грузинская железная дорога» и два выпуска государственных еврооблигаций со сроком погашения в 2013 и 2021 году соответственно). Общий объем еврооблигаций в обращении составляет $1033 млн, причем часть государственных еврооблигаций 2013 года была выкуплена и перераспределена в более долгосрочный выпуск 2021 года.

***

Все рассмотренные в обзоре страны имеют общие черты, характеризующие их внутренний фондовый рынок. В первую очередь, это более развитый сегмент госдолга по сравнению с сектором корпоративных облигаций. Во многом это объясняется незрелостью рынка эмитентов, отсутствием достаточного спроса к корпоративному долгу у инвесторов из-за высоких валютных и политических рисков, а также ориентацией потенциальных заемщиков на альтернативные инструменты — банковское кредитование, рынки акционерного капитала. Общей особенностью, характерной для всех стран, кроме Грузии, является отсутствие сегмента еврооблигаций и общая закрытость фондового рынка. В целом, можно говорить о положительной динамике в развитии всех четырех рынков при условии стабильной политической ситуации, реформирования существующих регуляторных норм и введения новых законодательных инициатив, регламентирующих работу рынка ценных бумаг, а также дальнейшего снижения инфляционных и валютных рисков.

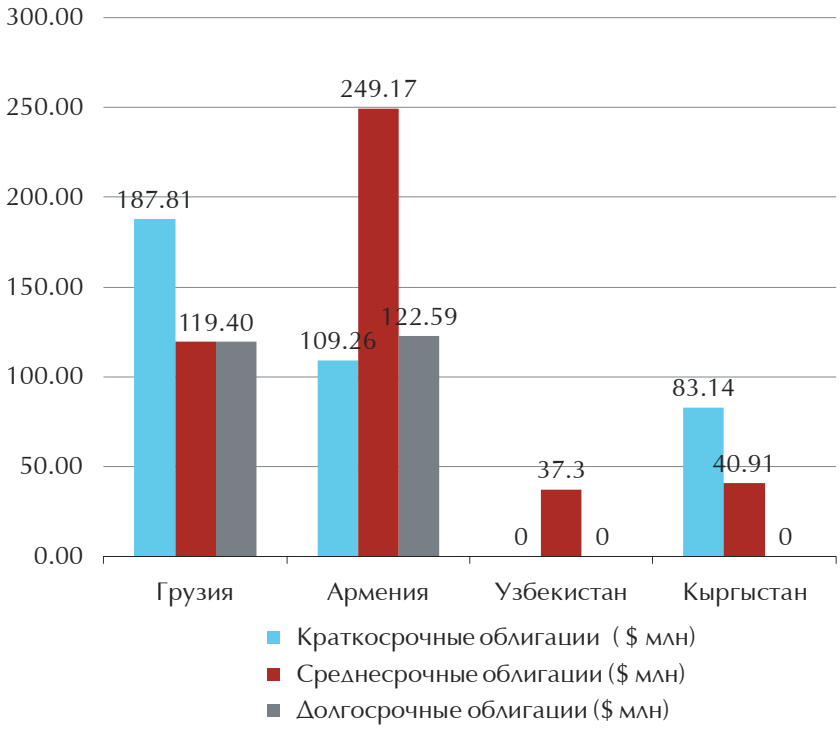


Рисунок 2
Объем рынка государственного долга в странах СНГ

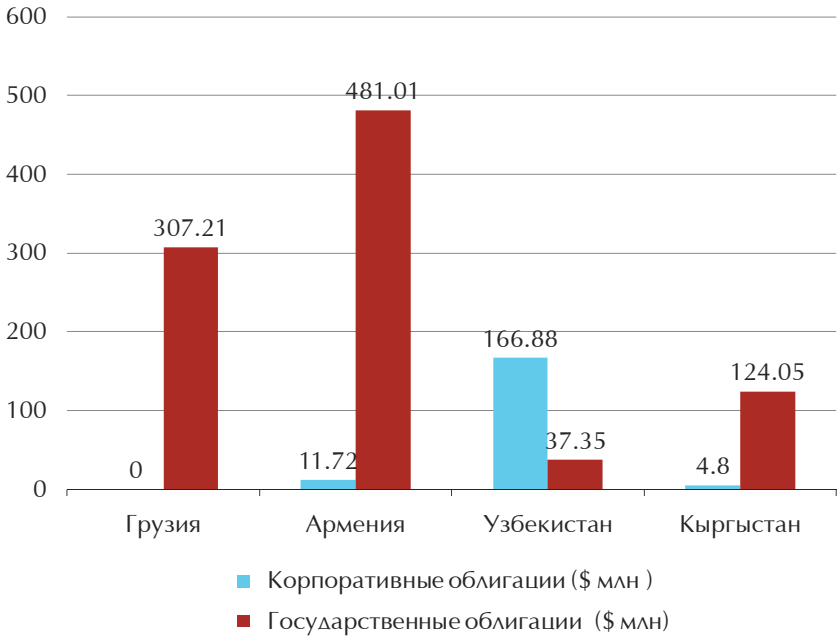


Рисунок 3
Структура облигационного рынка в странах СНГ