Мансур Маммадов,
глава бакинского офиса Kazimir Partners

Для узкого круга

Бумаги азербайджанских заемщиков, как и прежде, распределяются по закрытой подписке

Приступая к написанию этой статьи, я думал, что она не будет сильно отличаться от тех, в которых я описывал рынок ценных бумаг год или даже два назад. Как и тогда, относительно развитым сегментом местного рынка является рынок государственных ценных бумаг, на который приходится подавляющее большинство всех транзакций.

Корпоративные облигации из года в год выпускаются в основном финансовыми институтами страны и размещаются, как правило, по закрытой подписке, среди заранее определенного круга инвесторов.

Нет, рынок ценных бумаг, конечно, не стоит на месте, однако темпы его развития все же очень низки, особенно по сравнению с ближайшими соседями. К примеру, доля долгового рынка в ВВП страны составляет меньше 1%.

Суммарный объем торгов по всем инструментам на Бакинской фондовой бирже в 2006 г. приблизился к 1.39 млрд манат (примерно 1.6 млрд долл.). Около 80% всех операций пришлось на долю государственных ценных бумаг, что составило чуть более 1.11 млрд манат (примерно 1.28 млрд долл.).

Kazimir Partners — компания по управлению активами, инвестирующая в странах бывшего Советского Союза, в частности — в России, Украине, Казахстане и других странах Центральной Азии. Kazimir Partners — одна из первых инвестиционных компаний, открывшая для себя рынок ценных бумаг Азербайджана.

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Как уже было отмечено, основной объем торгов на рынке приходится на государственные ценные бумаги, а именно ноты Национального банка (ноты НБА) и государственные краткосрочные облигации (ГКО).

Ноты НБА — наиболее торгуемый инструмент на рынке, хотя и появились они не так давно. Первый аукцион прошел на Бакинской фондовой бирже — к слову, единственной фондовой площадке в стране — в 2004 г., вслед за временной консервацией рынка ГКО. Появление нот было связано с тем, что в 2004 г. Национальный банк столкнулся с одной из основных проблем денежного рынка — избыточной манатной ликвидностью. Поступления больших объемов иностранной валюты на внутренний рынок привели к необходимости ее скупки Национальным банком для сохранения сбалансированного реального обменного курса маната к валютам стран — основных торговых партнеров Азербайджана. Выпущенные таким образом в обращение маната не могли быть оперативно освоены реальными секторами экономики. В сложившейся ситуации для снижения инфляционных рисков и для обеспечения отечественных институциональных инвесторов объектами вложения свободных денег НБА был вынужден увеличивать эмиссионную активность.

Ноты НБА — короткий инструмент. Как правило, период их обращения не превышает 30 дней. Национальный банк реализует ноты с офертой обрат-

Рис. 1. Структура биржевого оборота в 2006 году

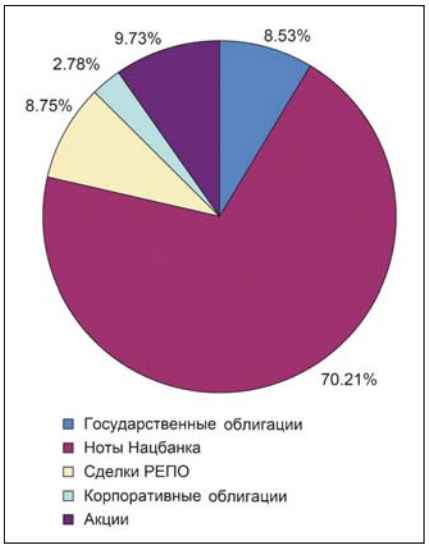
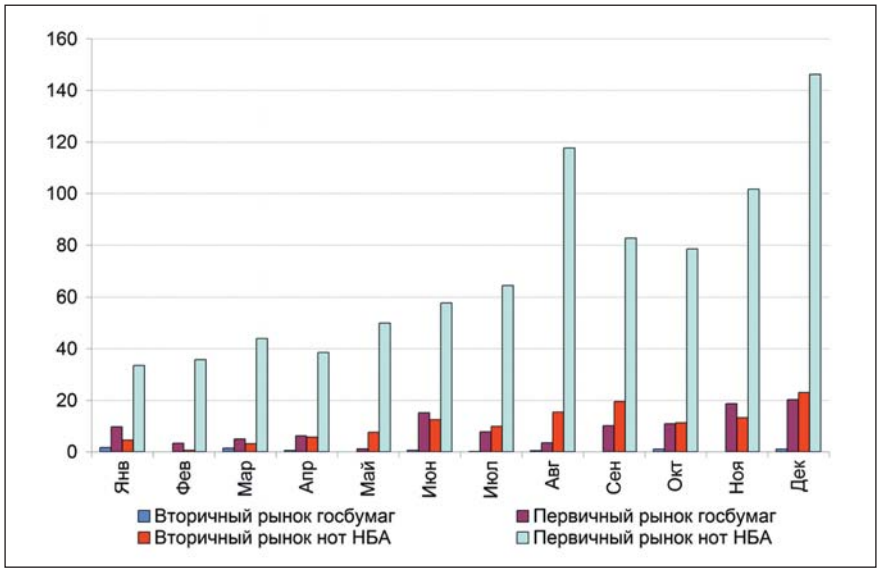


Рис. 2. Помесячная динамика рынка нот НБА в 2006 г. (объем размещения, млн манат, средневзвешенная доходность к погашению, %)

Рис. 3. Государственные ценные бумаги, первичный и вторичный рынки, млн манат



ного выкупа до срока погашения, тем самым обеспечивая банки ликвидным инструментом. К тому же доходности по нотам выше доходностей ГКО. К сожалению, доступ нерезидентов на рынок нот закрыт. Ноты НБА могут покупать только банки — резиденты Азербайджана.

Отмечу также, что среди бумаг фондового рынка, с которыми проводятся операции на вторичном рынке, в 2006 г. ноты явились самыми ликвидными. Доля нот в структуре вторичных операций, в том числе и проводимых с ними РЕПО операций, составляет порядка 85% от общего объема вторичных сделок 2006 года.

Объем вторичных торгов по ГКО очень мал, особенно в сравнении со вторичным рынком нот.

Волатильность рынка нот в 2006 г. была значительной. Если в начале года эффективная доходность колебалась на уровне 5–8%, то к концу года доходность увеличилась до 14–15% годовых. С начала этого года доходности установились на уровне 11.1–11.90%. Основываясь на поведении рынка нот в прошлых годах, я предполагаю, что ноты будут торговаться на этом уровне вплоть до конца лета — начала осени, а к концу года доходность поднимется до 12.5–13%.

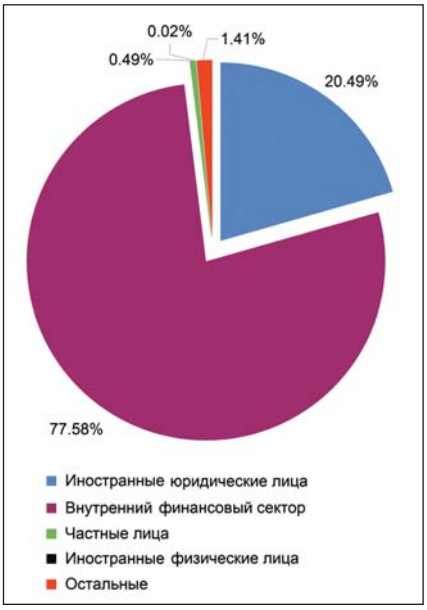
В отличие от нот, ГКО могут покупать все, в том числе и нерезиденты. Так, в 2006 г. некоторые выпуски ГКО были полностью освоены нерезидентами. В большинстве своем это инвестиционные фонды, оперирующие из России, Европы и Северной Америки.

При нынешней динамике размещений Министерство финансов до конца этого года сможет привлечь с рынка еще около 100 млн манат. При текущем уровне доходности в 10.6–11% годовых и дюрации от трех месяцев до года инструмент достаточно интересен, особенно в свете укрепляющегося маната. Укрепление реального курса маната к доллару США по итогам прошлого года составило 5.3%.

Рынок ГКО никак не коррелирует с процентными ставками рефинансирования Национального банка. Это объясняется структурой инвесторов на рынке, которые являются в основном нерезидентами, тогда как местные банки обычно не прибегают к этому способу фондирования.

Однако процентные ставки ГКО коррелируют со ставками нот НБА. По крайней мере, такая зависимость прослеживалась в начале-середине прошлого года и в первом квартале этого. Я предполагаю, что такая зависимость носит скорее психологический характер, когда Министерство финансов пытается придерживаться ставок, определенных на аукционах по размещению более рыночного инструмента, то есть нот НБА. Но начиная с середины июля прошлого года до сих пор ставки по ГКО стабильно ниже процентных ставок нот НБА.

Рис. 4. Структура инвесторов в ГКО



КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Банки — основные эмитенты на рынке корпоративных облигаций. Основная доля всех выпусков приходится именно на них. Это не значит, что

другие субъекты экономики не нуждаются в финансировании. Просто вероятность разместить облигации компании с отчетностью, аудированной местной аудиторской компанией в соответствии с местными стандартами бухгалтерского учета, очень низка, особенно учитывая то, что основными инвесторами на рынке корпоративных облигаций являются нерезиденты.

Однако и эмиссионная активность банков тоже ограничена. Существует правило, при котором компании могут эмитировать облигации на сумму, пропорциональную размеру их уставного капитала. Чтобы избежать этого, компании вынуждены или обеспечивать выпуск каким-либо залогом, или привлекать третью сторону в качестве гаранта выпуска. И в том, и в другом случае обслуживание выпуска облигаций удорожается, что, в свою очередь, делает невыгодным дополнительные привлечения.

Корпоративные облигации торгуются с небольшой премией к ГКО. Текущий уровень доходности по манатным облигациям до двух лет — 12.5–13% годовых (на конец 1 квартала 2007 года). Однако ставки постепенно снижаются, особенно это касается манатных выпусков. Это происходит под влиянием новостей об увеличении скорости укрепления маната к доллару США. Ожидается, что к концу года реальный курс маната укрепится более чем на 4% к доллару США.

Что касается будущего долгового рынка Азербайджана, я предполагаю, что как только компании нефинансового сектора станут более прозрачными, начнут готовить финансовую отчетность в соответствии с МСФО, аудироваться по международным стандартам, привлечение средств на рынке для них станет выгодней, чем банковское кредитование. Возможно, появление частных пенсионных фондов в Азербайджане ускорит развитие долгового рынка.

Рис. 5. Динамика рынка ГКО в 2006 г. (объем размещения, млн манат, средневзвешенная доходность к погашению, %)

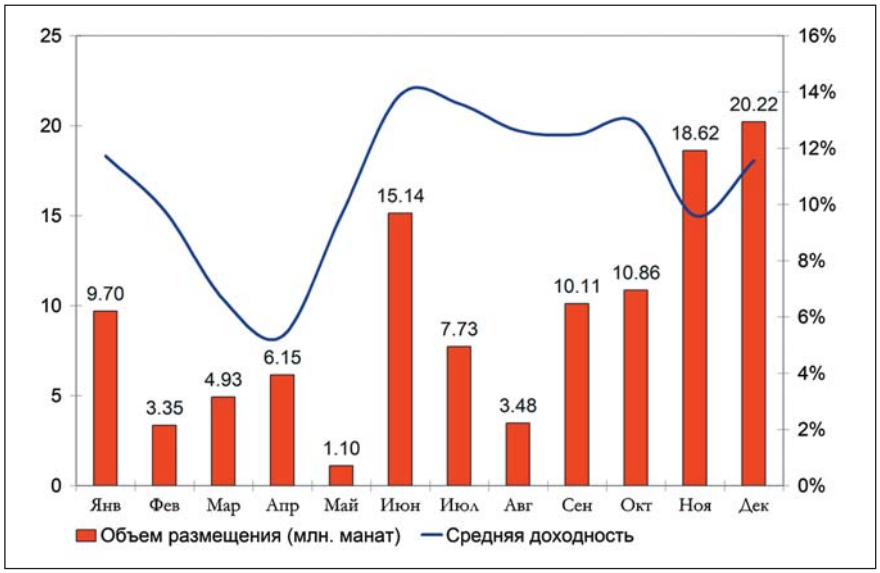


Рис. 6. Динамика доходности к погашению ГКО и нот НБА в 2006 г.

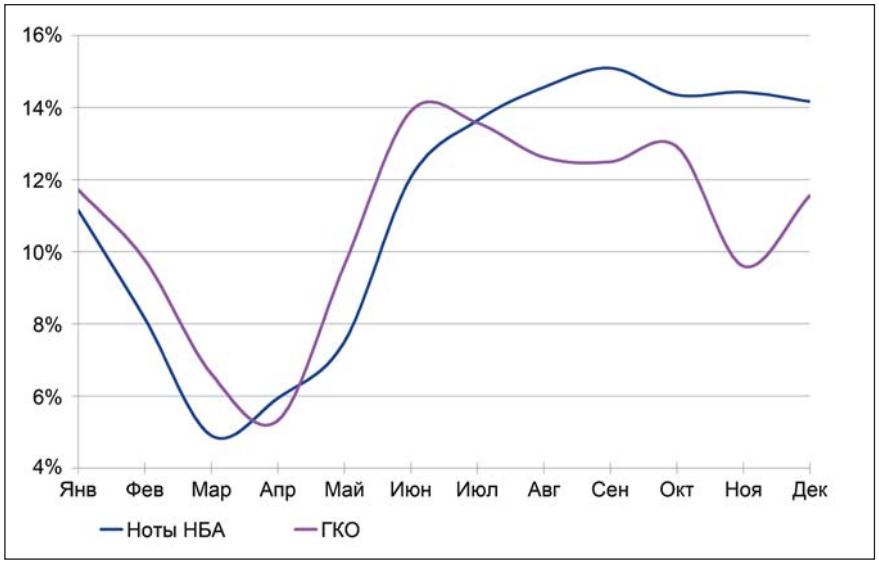
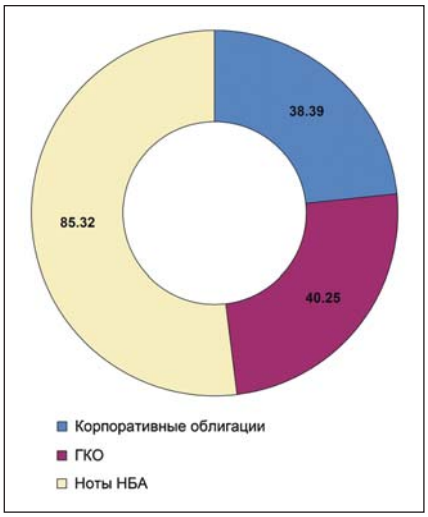


Рис. 7. Капитализация долгового рынка на 31.03.2007, млн манат



СТАНДАРТНАЯ ЭМИССИЯ ОБЛИГАЦИЙ

Эмитент: АО «Банк»

Валюта: AZN/USD

Объем эмиссии: 2 500 000 AZN/USD

Период: 1 год

Доходность: 13–15%

Купон: полугодовой

Рис. 8. Структура инвесторов на рынке корпоративных облигаций (на 31.05.2007)