Владимир Тарасов,
обозреватель газеты «Белорусы и рынок»
специально для Cbonds Review

Государственная доминанта

Рынок долговых обязательств Беларуси имеет несколько странный вид: в стране находятся в обращении в основном государственные облигации, выпускаемые Министерством финансов, и облигации Национального банка. Корпоративные облигации до недавнего времени практически отсутствовали, так как их было невыгодно выпускать из-за налога в 40% на доходы инвесторов, полученные от операций с любыми ценными бумагами — за исключением, разумеется, гособлигаций.

Ситуация начала меняться только в 2007 году, когда некоторые банки получили возможность выпускать так называемые ипотечные облигации, по которым предоставлены такие же льготы, как и по гособлигациям, а правительство республики Беларусь, отдельные предприятия и банки предприняли шаги по размещению ценных бумаг за рубежом.

Слабое развитие рынка облигаций в Беларуси объясняется особенностями экономической политики, проводимой руководством страны. До 2007 г. ставка делалась на развитие экономики за счет собственных средств белорусских предприятий и банков. И это удавалось сделать без значительного роста внешних заимствований.

Однако после того как Россия объявила об увеличении цен на поставляемые в Беларусь энергоносители, обнаружилось, что собственные средства белорусской экономики в значительной степени формируются за счет скрытого субсидирования со стороны России. Эксперты расходятся во мнениях насчет точной цифры подобного субсидирования, но речь идет о нескольких миллиардах долларов в год.

Более того, еще до подорожания российских энергоносителей, в 2006 году обнаружился дефицит ресурсов: сальдо внешней торговли за прошлый год составило минус 1.6 млрд долл., вследствие чего страна резко нарастила внешний долг: международная инвестиционная позиция РБ выросла на 44.5% до 5.7 млрд долл.

Перед Беларусью встала дилемма: для продолжения экономического роста требуется либо увеличить внешнюю задолженность, либо продавать собственность. Потребность в дополнительных ресурсах составляет 2–4 млрд долл. в год. Был выбран первый путь, хотя и продажа собственности также принимается в расчет. Акции белорусского Белтрансгаза проданы российскому «Газпрому» только под серьезным давлением со стороны российской стороны. Пока одалживает не правительство, а предприятия и банки. Они обходятся кредитами, хотя не прочь и разместить облигации.

ЗА КРЕДИТОМ — В РОССИЮ, С ОБЛИГАЦИЯМИ — В ЕВРОПУ

В декабре 2006 года второй по величине активов банк Беларуси — Белагропромбанк — первым из банков страны разместил кредитные ноты (CLN) на 70 млн евро. Организаторами выступили VTB Europe и Banco Finantia. Срок обращения ценных бумаг составил 1 год. Доходность по ним определена на уровне шестимесячного Euribor + 400 б.п. В текущем году банк планирует разместить аналогичные ценные бумаги на 200 млн долл. сроком на 2 года.

В конце 2006 года активизировалась работа по получению Беларусью странового кредитного рейтинга, которого она до сих пор не имеет. Но до мая 2007 года рейтинг так и не был получен.

31 января 2006 года Министерство финансов Беларуси и Федеральная служба по финансовым рынкам России подписали соглашение о размещении государственных ценных бумаг РБ на рынке РФ, в соответствии с которым, по официальной информации, появилась возможность размещения белорусских государственных и корпоративных ценных бумаг в России. Минфин объявил о намерении разместить в 2007 году облигаций на российском рынке на сумму до 10 млрд руб. со сроком обращения до 5 лет.

Вскоре появился и прецедент корпоративного размещения. 15 мая 2007 года ТД «Полесье» — дочернее предприятие белорусского ОАО «Пинское промышленно-торговое объединение

«Полесье», зарегистрированное в России — разместил на ММВБ трехлетние облигации на 500 млн руб. Ставка первого купона была установлена на уровне 12.75% годовых. С российской стороны организацией выпуска занимался АКБ «Электроника». Белорусское ОАО выступило в качестве поручителя эмитента.

Подобное размещение вполне можно считать успешным. «Полесье» — это крупнейшее предприятие Беларуси по производству трикотажных изделий и пряжи. Инвестиции могут оказаться эффективными, поскольку хотя белорусская легкая промышленность в целом находится в довольно плачевном положении, но есть вполне благополучные в финансовом отношении крупные предприятия, показывающие хорошие темпы роста.

Однако на пути продвижения белорусских облигаций в Россию возникли препятствия. По неподтвержденным официально данным, к ОАО «Полесье» возникли претензии со стороны белорусского Совмина, специалисты которого полагают, что ОАО могло бы взять кредит. Можно отметить, что средняя ставка по вновь выданным белорусскими банками юридическим лицам валютным кредитам в марте 2007 года составляла 11.1% годовых, что несколько меньше процентов по облигациям.

Возникла неопределенность и с размещением в России правительственных облигаций Беларуси. Деятельность Минфина по реализации этого проекта активизировалась в конце 2006 года, когда правительство РБ не собиралось брать правительственный кредит в России. Но планы руководства страны в начале 2007 года резко изменились, и Беларусь все-таки попросила кредит в размере 1.5 млрд долл., который почти наверняка будет ей предоставлен.

Этой суммы правительству Беларуси вполне достаточно для решения текущих задач в 2007 году при условии, что предприятия и банки будут наращивать объемы заимствования в прежнем темпе. Таким образом, необходимость в размещении государственных облигаций в РФ отпала.

Кроме того, в результате изменения условий переработки нефти и экспорта нефтепродуктов из Беларуси в 2007 году бюджет Беларуси начал получать значительные таможенные пошлины, которые ранее доставались белорусским НПЗ и российским собственникам нефти. В результате профицит консолидированного бюджета РБ только за 1 квартал текущего года составил 1.9 трлн белорусских рублей, а это 9.5% ВВП Беларуси.

Таким образом, дополнительные финансовые ресурсы Минфину в настоящее время не нужны. Тем не менее, потребность отдельных предприятий Беларуси в финансировании сохраняется, что обеспечивает постоянный интерес банков и предприятий к выпуску облигаций. Проблема обостряется тем, что их текущая задолженность является в основном краткосрочной, т. е. даже просто для подержания производства — не говоря о росте — требуется вновь и вновь брать кредиты. Выпуск облигаций может позволить удлинить сроки заимствования.

Поэтому выпуск ценных бумаг банков продолжается. В частности, Беларусбанк в конце мая 2007 года разместил дебютные кредитные ноты (LPN) на 125 млн долл. сроком на 1 год. Организаторами выпуска снова стали VTB Bank Europe и Banco Finantia. Соорганизатор — DZ Bank. Ставка купона составит 3m Libor + 375 б.п. Планируется выплата четырех квартальных купонов, причем после каждой выплаты купона ставка повышается на 25 б.п.

ОАО «Белтрангаз» совместно с австрийским Raiffeisenbank и белорусским «Приорбанком» планируют выпустить кредитные ноты на европейском рынке. Самостоятельно предприятие собирается выпустить облигации на внутреннем рынке на сумму 20 млрд белорусских рублей.

Однако размещение облигаций на внутреннем рынке возможно только в том случае, если будут предоставлены налоговые льготы для инвесторов. Соответствующий проект указа президента РБ уже подготовлен.

ГВОЗДЬ СЕЗОНА — ИПОТЕЧНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

В 2007 году освобождение от налога с дохода, полученного за счет операций на фондовом рынке, составляющего 40%, получили белорусские банки, имеющие право привлекать средства населения, при выпуске так называемых ипотечных облигаций.

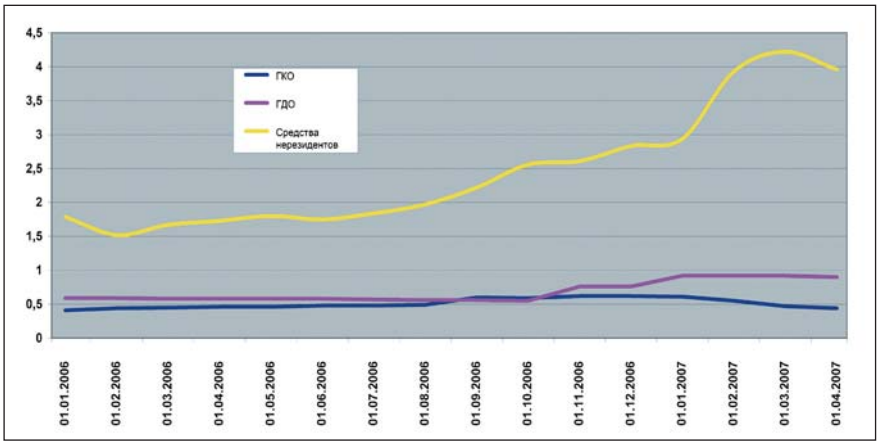
Данные облигации обеспечиваются обязательствами по возврату основной суммы долга и уплате процентов по предоставленным кредитам на строительство, реконструкцию или приобретение жилья под залог недвижимости. Они могут быть номинированы только в белорусских рублях и могут размещаться как среди физических, так и среди юридических лиц.

Облигации подобного рода в начале мая текущего года выпустил Беларусбанк на сумму 20 млрд белорусских рублей. Облигации были реализованы за две недели. Срок обращения установлен равным двум годам, доходность — ставке рефинансирования (11% годовых) плюс 1.5 п.п. После первого успеха банк совершил еще два выпуска таких облигаций.

Ипотечные облигации со схожими параметрами выпустили Белагропромбанк и Белпромстройбанк. Всего объем размещенных облигаций к концу мая 2007 года достиг примерно 50 млрд белорусских рублей.

Если банки будут удерживать доходность подобных облигаций выше ставки рефинансирования, на которую ориентируется Минфин при размещении собственных облигаций, то ипотечные облигации могут составлять конкуренцию государственным. Правда, у последних остается значительное преимущество: развитый вторичный рынок, организованный на Белорусской валютно-фондовой бирже.

Изменение величины средств нерезидентов в пассивах белорусский банков, а также объемов обращающихся на рынках Беларуси ГКО и ГДО (млрд долл.)



В текущем году ожидается и возобновление выпуска муниципальных облигаций второго Минского целевого жилищного займа объемом около 500 млрд белорусских рублей. Данные облигации также имеют налоговые льготы и выпускались в 90-х годах в целях финансирования жилищного строительства, но в начале текущего века их выпуск был прекращен, так как проблем с финансированием строительства не возникало. Теперь, когда проблемы вновь появились, проект предполагается реанимировать.

Ипотечные и жилищные облигации могут быть конкурентными по сравнению с депозитами. Средняя ставка по вновь привлеченным белорусскими банками срочным вкладам в белорусских рублях в марте текущего года для юридических лиц составила 12.7%, что сопоставимо с доходностью ипотечных облигаций, но при этом доходы юридических лиц, полученные за счет размещения средств на депозитах, облагаются налогом на прибыль. То есть облигации при нынешнем уровне их доходности выглядят предпочтительнее депозитов.

РЫНОК В СОСТОЯНИИ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ

Однако перспективы размещения корпоративных облигаций на территории Беларуси кажутся неопределенными. Дело опять же в экономической политике руководства страны, которое, похоже, не понимает, зачем нужны облигации предприятий, если есть хорошо организованный рынок государственных и банковских облигаций, который может аккумулировать средства с рынка, а также есть банки и правительство, у которых предприятия всегда могут попросить денег.

С государственными ценными бумагами в Беларуси действительно нет серьезных проблем. Они представлены государственными краткосрочными и государственными долгосрочными облигациями со сроками обращения до года и свыше года соответственно, а также краткосрочными облигациями Национального банка со сроками обращения до 3 месяцев.

До 2007 года объемы размещения и оборот государственных облигаций на вторичном рынке росли довольно быстрыми темпами. Но в 2006 — начале 2007 гг. в связи с ростом отрицательного сальдо внешней торговли Нацбанк лишился возможности скупать валюту за рубли, что привело к дефициту рублевых ресурсов в банковской системе страны и увеличению ставок на рынке рублевых МБК. Но Минфин не стал повышать доходность ГКО при размещении, вследствие чего объем их реализации в начале 2007 года резко упал.

Правда, объем государственных долгосрочных облигаций продолжал расти, но произошло это за счет ГДО, выпущенных Минфином для увеличения доли государства в ряде белорусских банков и приобретенных Нацбанком.

Что касается облигаций Национального банка, то они выпускаются в целях регулирования ликвидности банковской системы Беларуси для отвлечения избыточных ресурсов с рынка. Поэтому в период дефицита ликвидности конца 2006 — начала 2007 годов объем размещения данных облигаций упал до нуля, а в апреле-мае текущего года после начала финансирования посевной и увеличения объемов заимствования за рубежом банками и предприятиями республики резко вырос.

Состояние рынка белорусских облигаций будет напрямую зависеть от развития экономики страны. Если проблемы с финансированием ее роста обострятся, как это было в конце 2006 — начале 2007 гг., рынок будет быстро развиваться.

Однако в настоящее время в связи с профицитом бюджета и перспективой получения дешевого правительственного кредита от РФ в Беларуси нет необходимости в значительных объемах размещения государственных ценных бумаг ни за рубежом, ни на внутреннем рынке страны.

Предприятиям и банкам, конечно, средства нужны, но специфика Беларуси состоит в том, что государственные органы власти пытаются сами заниматься управлением предприятиями. Чиновники могут решить, что размещение корпоративных облигаций за рубежом предприятиям невыгодно. Можно сказать, что бизнес в Беларуси — это футбольная игра, в которой судья не только следит за соблюдением правил, но и меняет их по ходу матча, пытается командовать игроками, а иногда и сам не прочь побегать с мячом.

Мнение

Александр Трифонов,

начальник отдела аналитической поддержки казначейства АКБ «Электроника»

Рынок негосударственных облигаций Республики Беларусь находится сейчас в стадии формирования несмотря на то, что первый выпуск корпоративных облигаций был осуществлен еще в 1997 г. Основная эмиссионная активность наблюдается в последние годы. По данным, которые привел директор департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь Александр Курлыпо, в 2004–2005 гг. ОАО «СБ «Беларусбанк» осуществило 9 выпусков облигаций на общую сумму 50 млрд белорусских рублей, 4 выпуска облигаций, номинированных в иностранной валюте, на сумму 8 млн долл. и 2 млн евро. Причем все выпуски были предназначены для физических лиц. В 2006 году было зарегистрировано 29 выпусков корпоративных облигаций.

Одной из главных причин, препятствующих развитию рынка, остается налог в 40% на доходы от операций с ценными бумагами. Недавно подготовленная департаментом по ценным бумагам Министерства финансов республики «Программа развития рынка корпоративных ценных бумаг на 2007–2011 гг.» предусматривает перевод налогообложения доходов от операций с ценными бумагами на уровень в 24%. Однако, нет никаких признаков того, что указанный документ будет утвержден в ближайшие месяцы.

Выходом для белорусских предприятий, на наш взгляд, является выход с займами на российский рынок. Тем более, что первый подобный дебют уже состоялся — в мае на российском облигационном рынке появился первый белорусский заемщик: Пинское промышленно-торговое объединение «Полесье» через свою российскую «дочку» ООО «Торговый дом «Полесье» разместило займ объемом в 500 млн руб. Что касается рисков приобретения обязательств белорусских эмитентов, нельзя не отметить не только стабильную социально-экономическую обстановку в стране, но и выгодное геополитическое положение республики, которое позволяет белорусским предприятиям экспортировать продукцию на более выгодных условиях в сравнении, к примеру, с производителями из из стран Юго-Восточной Азии.