«Независимые» долговые рынки делают первые шаги

Роман Чередниченко

В предыдущих выпусках журнала Cbonds Review мы крайне мало внимания уделяли странам Содружества Независимых Государств, в которых по тем или иным причинам еще не сложился сколь-либо заметный рынок облигаций. Мы решили восполнить этот пробел и дать краткий обзор настоящего положения дел, чтобы разобраться в причинах, которые не позволили сформироваться прогрессивному рынку облигаций в независимых республиках. Рынкам облигаций Казахстана, Азербайджана, Беларуси и Узбекистана мы посвятили отдельные статьи, поэтому в рамках данного обзора мы остановимся на других странах СНГ.

Курсы валют на 01.06.2007:
USD/GEL (грузинский лари) = 1.678
USD/AMD (армянский драм) = 347.57
USD/KGS (кыргызский сом) = 38.0121
USD/MDL (молдавский лей) = 12.3914

МОЛДОВА

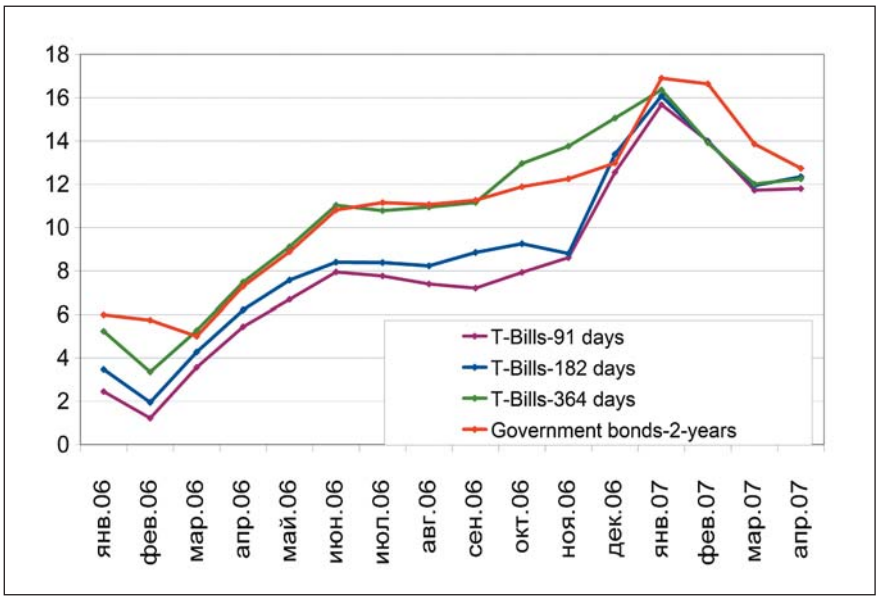
Рынок облигаций Молдовы уже который год находится в состоянии ожидания. Его участники ожидают развития рынка корпоративных (в том числе ипотечных) облигаций. Инфраструктура есть — успешно функционирует Молдавская фондовая биржа. Необходимое законодательство практически сформировано, у законодателей есть понимание необходимых изменений. Потенциальные эмитенты имеются. Главным препятствием развития долгового рынка является база инвесторов. «У финансового рынка короткая память» — к сожалению, эта фраза не о молдавских инвесторах. Два громких события обусловили недоверие инвесторов к долговым инструментам. В 1997 году финансовая компания «Интеркапитал» выпустила облигации для физических лиц на крупную сумму, после чего объявила дефолт, оказавшись на поверку классической пирамидой. Обманутыми осталось около 2000 вкладчиков. Для крупных стран подобное событие не было бы столь значимым, но для относительно маленькой Молдовы это очень серьезный промах. «Успех» «Интеркапитала» в 2002 году повторила и сама Республика Молдова, объявив дефолт по суверенным еврооблигациям. Из $75 млн долга было погашено только $30 млн, а остальные реструктурированы на 7 лет.

События вокруг «Интеркапитала», а в дальнейшем и негативные события в банковской системе вынудили регуляторов ужесточить требования к выпускам облигаций. Для выпуска облигаций требуется весьма серьезное обеспечение: залог собственного имущества (причем сумма эмиссии не должна превышать 70% заложенного имущества), поручительство третьих лиц (с не менее высокими требованиями) или банковская гарантия. Эти требования стали еще одним фактором, тормозящим развитие рынка.

Тем не менее, были и определенные успехи. В конце 2005 г. на биржевой рынок все-таки вышел облигационный займ. Эмитент — лизинговая компания Maib-Leasing — сумел привлечь порядка 5.6 млн лей (около $460 тыс.). Все денежные потоки по эмиссии были застрахованы по программе страхования финансового риска. Выпуск был успешно погашен в феврале 2007 г., и уже в мае компания объявила о подготовке к новому выпуску. На биржевом рынке планируется привлечь 28 млн лей ($2.3 млн) под 11% годовых, что сопоставимо с доходностью по государственному долгу. Компания планирует привлечь и иностранных инвесторов, считая доходность по облигациям вполне приятной.

С внутренним государственным долгом дела обстоят несколько лучше. Национальный банк и Министерство финансов активно привлекают деньги с рынка. Минфин еженедельно размещает государственные краткосрочные векселя сроком 3, 6 и 12 месяцев. Уровень ставок по ним очень нестабилен. Если в начале 2006 года он составлял порядка 2–5% годовых, то уже в начале 2007 года — 14–16% годовых, на последних аукционах уровень ставок не превышал 12.5% (ставки на межбанковском рынке в данный момент разнятся от 12.5% по овернайту до 15.54% по 12-месячным кредитам). Движение ставок с начала 2006 года представлено на Рис. 1.

Рис. 1. Динамика ставок государственных векселей и двухлетних ГКО Молдовы



Помимо векселей, Министерство финансов регулярно выпускает двухлетние ГКО, доходность по которым сопоставима с доходностью по годовым векселям. Еженедельно Министерство финансов при помощи ГКО и векселей привлекает с рынка порядка 4 млн в долларовом эквиваленте. Вторичный рынок крайне скуден.

Национальный банк крайне активно абсорбирует избыточную денежную ликвидность на финансовом рынке. Практически каждый день (до 20 раз в месяц) Национальный банк проводит аукционы по размещению депозитных сертификатов сроками 7–28 дней и ставками 13.00–13.50% годовых соответственно. На каждом аукционе привлекается от 5 до 25 миллионов в долларовом эквиваленте.

КЫРГЫЗСТАН

В маленькой Республике Кыргызстан работают ни много ни мало три фондовые биржи. Примечательно, что среди них нет ни одной с полноценным государственным участием, которое на нынешней стадии развития фондового рынка, наверное, не помешало бы. Относительно «привилегированной» площадкой является Кыргызская фондовая биржа (КФБ), первая биржа в республике. Заметим, что основным акционером этой площадки является иностранная компания. Помимо КФБ в Киргизии довольно успешно функционируют еще две коммерческие биржи: Биржевая торговая система (БТС) и Центрально-Азиатская фондовая биржа (Central Asian Stock Exchange — CASE). В своих секторах эти биржи составляют неплохую конкуренцию КФБ, а по некоторым показателям даже опережают ее. К примеру, более половины всех биржевых сделок по акциям проходит через БТС. Хорошим стимулом к развитию фондового рынка стала реализация системы электронных торгов с возможностью удаленного доступа через Интернет.

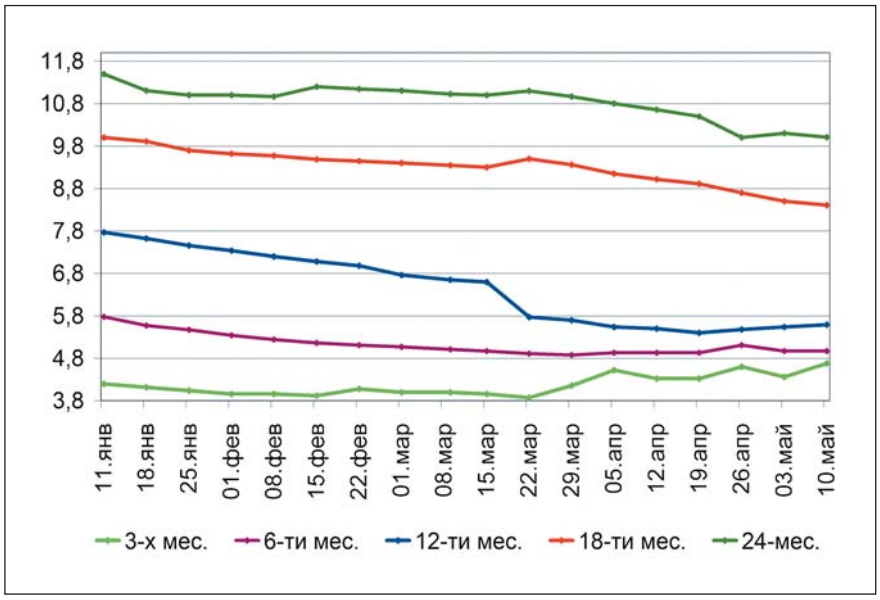
История развития корпоративного сектора внутреннего облигационного рынка в стране очень похожа на молдавскую. В 2000 году был дан старт организованному долговому рынку, правда, первая эмиссия была закрытой — ОАО «Берекет» разместило внутри компании бумаги на 280 тыс. сомов ($6200). А уже вторым эмитентом стал казахский «АТФ Банк», который привлек на публичном рынке полмиллиона долларов. Далее последовало несколько довольно успешных размещений, причем вполне достойно выглядел и вторичный рынок по этим бумагам — в 2002 году он составил 66.92 млн сомов ($1.5 млн).

Развитие рынка на какое-то время парализовал дефолт в 2003 году компании Renton Group, которая после активного привлечения вкладов населения отказалась исполнять обязательства. Тем не менее, в течение еще двух лет предпринимались попытки оживить долговой рынок, и даже было реализовано несколько небольших размещений. К концу 2005 года в республике было зарегистрировано 17 выпусков облигаций, шесть из которых размещались по закрытой подписке, а общий их объем составил 348 млн сомов ($8.5 млн). С тех пор первичный рынок стих, а объемы торгов на вторичном стали стремительно уменьшаться и к настоящему моменту практически сошли на нет.

Главной причиной постепенного умирания организованного корпоративного долгового рынка в Кыргызстане эксперты называют незаинтересованность государства в его развитии, а также крайне низкий уровень инвестиционной культуры в стране. А рассчитывать на приход внешних инвесторов при таком уровне развития рынка не приходится.

Набор инструментов государственного внутреннего долга вполне стандартен: государственные казначейские векселя и государственные казначейские обязательства правительства республики, а также короткие ноты Национального банка. Причем Национальный банк выполняет роль агента и по правительственным бумагам. Векселя размещаются еженедельно, ноты Национального банка — пару раз в месяц, долгосрочные инструменты в настоящее время практически не применяются. Общий объем внутреннего госдолга на конец апреля текущего года составлял порядка 6.2 млрд сомов ($165 млн). Доходности, которые складывались по наиболее популярному инструменту (ГКВ) с начала года, представлены на Рис. 2. За свои однодвухнедельные ноты Национальный банк дает порядка 3–3.5% годовых. С учетом нестабильности национальной валюты ставки на рынке не самые привлекательные.

Рис. 2. Динамика ставок ГКВ Республики Кыргызстан



ГРУЗИЯ

Рынок ценных бумаг Грузии представлен по большей части долевыми бумагами, которые торгуются на внебиржевом рынке, а также в нелистинговом секторе Грузинской фондовой биржи (Georgian Stock Exchange). Примерно в равной степени используются инструменты в долларах США и в грузинских лари.

История рынка корпоративных облигаций Грузии насчитывает два успешных выпуска. Дебютантом на организованном долговом рынке стал Банк Грузии, в августе 2005 года разместивший собственные двухлетние облигации на сумму 2 млн лари (около $1.17 млн) под 11% годовых. По облигациям в настоящее время проходят сделки на вторичном рынке.

Спустя 2 месяца еще один грузинский банк, «ПроКредит Банк», успешно разместил облигации на 5.375 млн лари ($3 млн) при запланированных семи миллионах. Выпуск был годовым и к настоящему моменту успешно погашен. Долг «ПроКредит Банку» достался дороже, чем Банку Грузии — под 14% годовых. Среди инвесторов были физические и юридические лица, в том числе нерезиденты.

В конце декабря 2006 года грузинская микрофинансовая организация «Картули Кредити» («Грузинский Кредит») объявляла о начале проведения эмиссии кредитных обязательств в виде облигаций, однако до сих пор информации о размещении не было. Эмитент планировал выпустить годовые облигации на сумму 400 млн лари ($235 млн) под 17% годовых.

Таким образом, рынок представлен пока лишь одной эмиссией. Однако серьезных препятствий к развитию рынка корпоративных облигаций мы не видим. Рынок очень молодой, и вопрос лишь в привыкании к организованному долговому финансированию и, конечно, в стоимости привлекаемых денег.

Безусловно, знаковым событием текущего года стал дебютный выход грузинского эмитента на международные долговые рынки с классическими евробондами. Первооткрывателем стал все тот же Банк Грузии. Эмитент разместил евробонды на $200 млн со сроком обращения 5 лет под 9% годовых. Букраннером сделки выступил Merrill Lynch. Хочется надеяться, что подобные сделки привлекут внимание международных инвесторов к грузинскому рынку и грузинским эмитентам.

Что касается государственного внутреннего долга, то активные операции Национального банка и Министерства финансов Грузии начались после долгого перерыва только осенью 2006 года.

Нацбанк Грузии в сентябре 2006 года начал проводить аукционы по продаже депозитных сертификатов со сроками погашения от недели до трех месяцев. На каждом аукционе привлекается порядка 5–9 млн лари ($3–5 млн). Ставки, которые складывались по итогам аукционов с начала 2007 года, представлены на Рис. 3.

В декабре 2006 года Министерство финансов Грузии в рамках программы секьюритизации долга Правительства перед Национальным банком разместило 5 выпусков государственных облигаций: четыре по 10 млн лари ($5.8 млн) со сроками обращения от 281 до 545 дней, все под 13% годовых, а также один выпуск объемом 8 млн лари ($4.7 млн) с погашением через 816 дней под 15% годовых. Этот инструмент пришел на замену некогда популярным казначейским векселям.

АРМЕНИЯ

Фондовый рынок Республики Армения демонстрирует медленный, но верный рост. Рождением корпоративного сектора рынка облигаций можно считать конец 2005 года, когда Армэкономбанк разместил на организованном рынке облигации на 20 млн драмов ($58 тыс.). Ставка купона была установлена на уровне 6% годовых, однако выпуск торговался существенно ниже номинала. Это был годовой выпуск, и в конце прошлого года он был успешно погашен. Специально перед его размещением в листинге Армянской фондовой биржи (ARMEX) были введены два новых уровня листинга — Abonds и Bbonds (информационное агентство Cbonds с нетерпением ждет регистрации третьего уровня листинга с привычным слуху названием). Дебютная эмиссия заняла почетное место в листинге первого уровня — Abonds.

Постепенно эти сектора биржи пополняются новыми эмиссиями. На данный момент их уже три. В начале мая инвестиционные портфели пополнились бумагами «Араратбанка»: объем эмиссии недокументарных купонных облигаций составил 250 млн драмов ($0.7 млн). Срок обращения облигаций составляет 12 месяцев со ставкой 8% годовых, что в среднем на 2% выше казначейской кривой. Был успешный прецедент выпуска бумаг корпоративного сектора — производитель строительных материалов ЗАО «Шен-Концерн» пополнил список Bbonds.

В том же 2005 году Министерство финансов и экономики Армении впервые за 10 лет существования рынка гособлигаций эмитировало 15-летние долгосрочные казначейские государственные купонные облигации (ДГККО). Кроме того, выпускались 8-, 10-, 12-летние купонные ДГККО. В настоящее время Национальный банк и Минфин активно работают с широкой линейкой инструментов: коротких, средних и длинных. Кривая доходности даже по самым длинным бумагам упирается в 8% годовых.

Рынки облигаций большинства стран СНГ, за исключением России, Украины и Казахстана, находятся примерно на одном уровне развития. Где-то рынок зародился раньше, где-то позже, где-то он дефолтнул, где-то еще не успел. Рынки достаточно инертные, а значит, пытаться входить на них раньше, чем они начнут работать, не имеет смысла. Наиболее интересными инструментами на всех этих рынках являются государственные бумаги, особенно в случае понимания будущего движения курсов национальных валют и, конечно, в случае допуска к торгам иностранных участников.

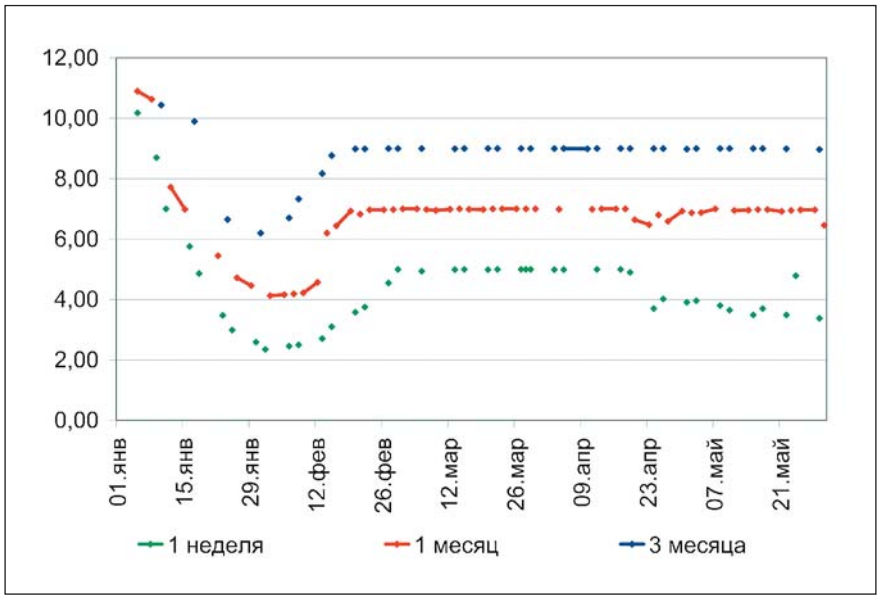



Рис. 3. Динамика ставок депозитных сертификатов Национального банка Грузии