Наталия ГАРАЩЕНКО,
специалист по рынкам
СНГ и Балтии, Cbonds.ru

Сергей ЛЯШЕНКО,
руководитель проектов Cbonds.ru
(Украина, Польша, СНГ, Балтия)

Диалектика финансов

К конфликту на востоке Украины и антироссийским санкциям, которые сказались и на экономиках других стран СНГ, в 2015 г. и первом квартале 2016 г. добавилось падение цен на сырьевые товары, прежде всего на нефть. Совокупность всех этих факторов негативно повлияла на экономики стран региона и спровоцировала существенную девальвацию даже таких, казалось бы, незыблемых валют, как казахстанский тенге и азербайджанский манат. Стагнация долгового рынка, наблюдавшаяся в 2014 г. только в Украине, в рассматриваемом периоде распространилась на рынки всех стран СНГ. И хотя в Украине и Белоруссии наблюдается стремительное увеличение объема выпуска государственных ценных бумаг, приходится признать, что этот рост скорее экстенсивный и качество его остается низким.

УКРАИНА

В Украине основными событиями прошедшего года стали продолжение конфликта на востоке страны и вызванный этим экономический спад, а также реструктуризация внешних долгов государственными и корпоративными заемщиками. Необходимость реструктуризации суверенных и квазисуверенных долгов была очевидна, поскольку объем выплат только в 2015 г. составлял порядка $11 млрд, что явно не под силу ослабленной экономике Украины. Именно поэтому данный пункт и был предусмотрен в подписанном в начале 2015 г. соглашении с МВФ, поддержка которого позволила стабилизировать ситуацию с внешним долгом. Фонд продолжал выделение средств в условиях технического дефолта Украины по выплате купона по евробондам в июле 2015 г. Кроме того, фонд пошел на изменение своих правил, запрещающих кредитование страны в условиях дефолта по выплате официальных кредитов, и выступал в роли своеобразного адвоката Украины, убеждая глобальных инвесторов пойти на достаточно жесткие условия реструктуризации. Условия реструктуризации предусматривали списание 20% основой суммы долга, продление выплат в среднем на пять лет в обмен на получение в счет списанной суммы долга варранты (VRI, value recovery instruments, инструменты восстановления стоимости) с привязкой к росту ВВП страны и увеличение средней доходности бумаг с 7.22% до 7.75% годовых. В результате долгих переговоров была проведена реструктуризация долгов на общую сумму $15 млрд, а единственным нереструкту-

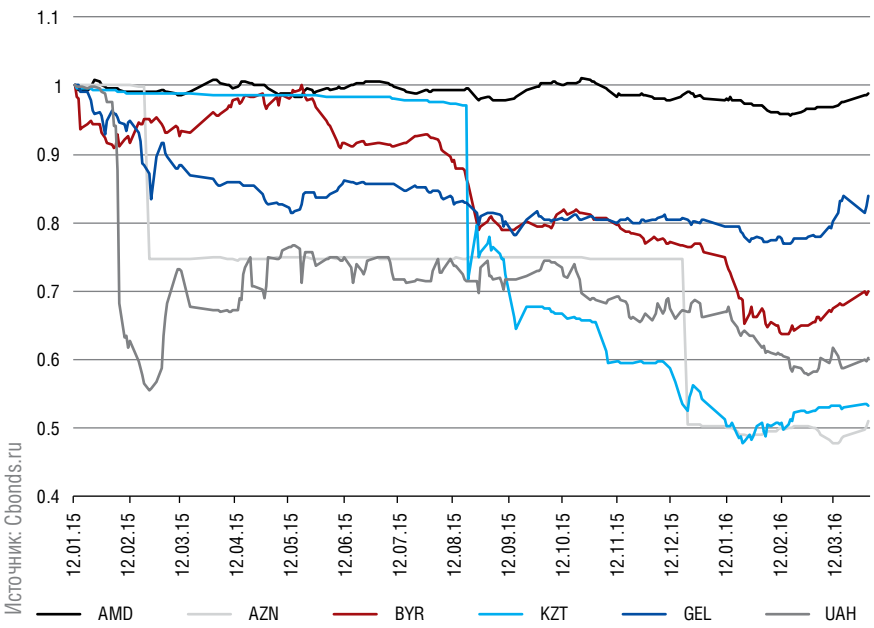


Рисунок 1
Динамика курсов национальных валют стран СНГ к доллару США в 2015 г. – 1 кв. 2016 г.

ОБЪЕМ ВЫПУСКА ДС НБУ В 2015 Г. СОСТАВИЛ ВПЕЧАТЛЯЮЩИЕ 2.85 ТРЛН ГРН.

ризированным евробондом стали бумаги на $3 млрд, выпущенные в декабре 2013 г. и выкупленные российским Фондом национального благосостояния. Воспользовавшись прецедентом и постановлением НБУ, рекомендовавшим корпоративным эмитентам провести переговоры об удлинении внешних долгов, реструктуризацию евробондов реализовали почти все корпоративные и банковские эмитенты планировавшие погашение основной суммы долга в 2015–2018 гг.

На локальном рынке в условиях высоких процентных ставок (учетная ставка НБУ достигала 30%), неготовности Минфина продавать валютные ОВГЗ и массового падения банков вся активность инвесторов была сконцентрирована в операциях с НБУ, а именно в покупке депозитных сертификатов НБУ, ставших своего рода заменителем краткосрочных гособлигаций. Объем выпуска ДС НБУ в 2015 г. составил впечатляющие 2.85 трлн грн. (более $100 млрд), однако более 70% этой суммы составляли бумаги на срок O/N, а значит де-факто ежедневно наблюдалась «консервация» одних и тех же 10–15 млрд грн. Рост объема выпуска ДС со сроками обращения от недели до трех месяцев составил внушительные 300%, но краткосрочность этих бумаг не позволяла сделать вывод о качественном росте рынка. Минфин Украины, в свою очередь, проводил рыночные размещения гривневых бумаг только в первом квартале 2015 г., а во второй половине года вовсе ушел с первичного рынка.

В первом квартале 2016 г. ситуация несколько выровнялась: НБУ сократил предложение трехмесячных ДС, чем приоткрыл окно возможностей для рыночных гривневых ОВГЗ. Минфин, в свою очередь, воспользовался им, разместив кратко- и среднесрочные гособлигации на 2 млрд грн. вдобавок к «дефицитным» валютным ОВГЗ почти на $1 млрд.

КАЗАХСТАН

В 2015 г. рост экономики Казахстана резко замедлился: из-за цен на нефть, внутренних факторов, а также отрицательного инвестиционного настроя вследствие российско-украинского кризиса ВВП вырос лишь на 1.2%. В прошлом году Казахстан вслед за Россией официально ввел плавающий валютный курс на фоне усиленного давления на платежные балансы. Казахский тенге с начала года девальвировал на 53%. Год был не самым удачным и для размещения госбумаг: 13 несостоявшихся аукционов — для Казахстана цифра существенная, а количество эмиссий государственных ценных бумаг сократилось на внушительные 72%. Корпоративный же сектор Казахстана, напротив, демонстрировал явные признаки роста. Количество эмиссий увеличилось на 47%, а объем выпусков вырос в три раза. Первый квартал 2016 г. выглядит еще более непростым для Казахстана: объемы размещений корпоративных и государственных бумаг сократились на 75.3% и 36.8% соответственно. Из наиболее интересных эмиссий за прошлый год можно выделить выпуски КазКоммерцБанка серии 13 на общую сумму 101.1 млрд тенге на десять лет под 9.5% годовых, Kaspi Bank серии 16 на сумму 46.5 млрд тенге сроком на девять лет под 9.8% годовых и «КазАгро» серии 3 на общую сумму 74 млрд тенге на десять лет под 8% годовых.

В ренкинге андеррайтеров внутренних облигаций Казахстана представлены девять андеррайтеров эмиссий, совокупно разместивших облигации на сумму 1044 млрд тенге. Лидером ренкинга стала группа «Казкоммерц Секьюритиз»/КазКоммерцБанк, разместившая 16 выпусков облигаций на общую сумму 471 млрд тенге, что составило 45.11% рынка. Второе место заняла группа «Халык Финанс»/НБ Казахстана с квотой 327 млрд тенге и долей рынка 31.30%. Лидирующую тройку замкнул ИФД RESMI, разместивший в

ОБЪЕМЫ РАЗМЕЩЕНИЙ КОРПОРАТИВНЫХ И ГОСУДАРСТВЕННЫХ БУМАГ КАЗАХСТАНА СОКРАТИЛИСЬ НА 75.3% И 36.8% СООТВЕТСТВЕННО

2015 г. четыре выпуска облигаций на 119 млрд тенге (доля рынка — 11.36%). Также в лидерах списка оказались ForteBank и группа банк «ЦентрКредит»/BCC Invest.

АЗЕРБАЙДЖАН

Рост ВВП в прошлом году замедлился до 1%. Азербайджанский манат находился под давлением негативных экономических факторов, вследствие чего в феврале 2015 г. азербайджанская валюта за один день девальвировала на треть. В декабре Центральный банк Азербайджана не смог больше поддерживать национальную валюту и был вынужден перейти на плавающий курс. С начала года манат девальвировал почти на 48%.

В 2015 г. Азербайджан не размещал государственные облигации, но в 2016 г. Министерство финансов успешно вернулось на национальный фондовый рынок со своими облигациями. Впервые за практически 20-летнюю историю облигационного рынка страны Минфин выпустил облигации, номинированные в иностранной валюте. Минфин Азербайджана разместил номинированные в долларах государственные среднесрочные облигации (ГСО) на сумму $5 млн на два года под 3.5% годовых и ГКО на сумму $7 млн сроком на один год. В первом квартале состоялось пять аукционов госбумаг: одна эмиссия государственных краткосрочных облигаций (ГКО) и четыре среднесрочные облигации (ГСО). Андеррайтером всех выпусков государственных облигаций стала инвестиционная компания Unicapital.

Вместе с тем, в первом квартале 2016 г. на рынке сложилась неблагоприятная ситуация для корпоративного сегмента: с начала года не было проведено ни одного размещения корпоративных бумаг, хотя в прошлом году количество выпусков в корпоративном секторе увеличилось на 12%. Объем выпусков в азербайджанских манатах уменьшился на 69%, а объем выпусков в долларах увеличился на 65%. Из наиболее интересных эмиссий можно выделить выпуск Азербайджанского ипотечного фонда серии 9 на общую сумму $33 млн в эквиваленте сроком на девять лет под 3% годовых и выпуск AJC серии 01 на сумму $11 млн на два года под 8%.

В ренкинге организаторов внутренних облигаций Азербайджана представлены три организатора эмиссий, совокупно разместившие облигации на сумму $20 млн. Первое место заняла компания Texnika Capital Management с результатом $9 млн (рыночная доля — 43.50%). На втором месте оказалась компания Unicapital с

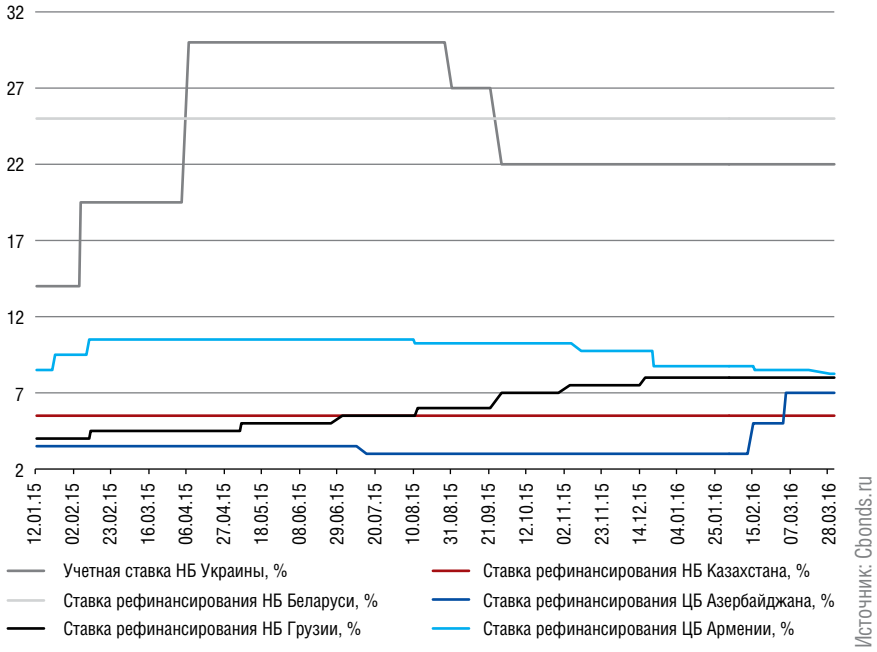
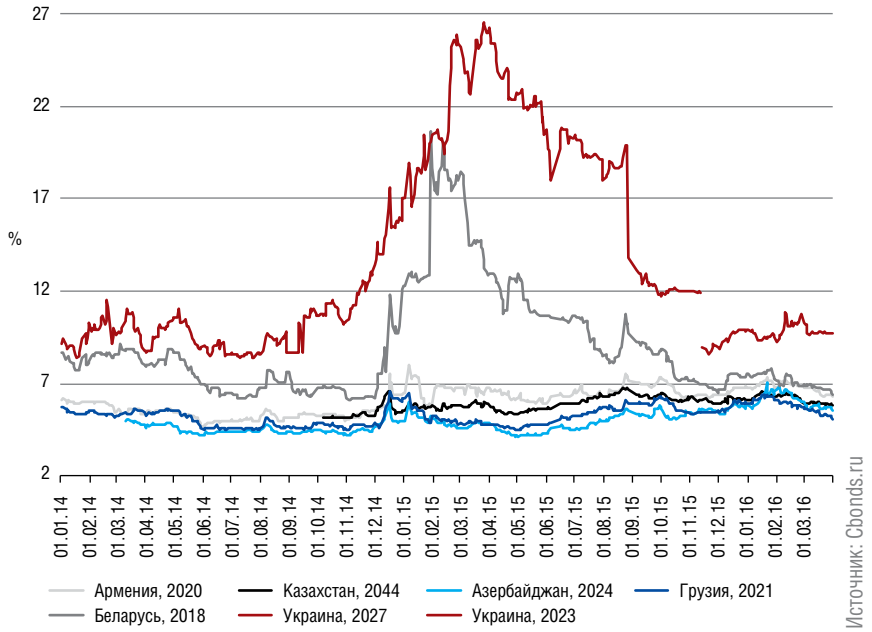


Рисунок 2
Динамика ставок центральных банков стран СНГ

Рисунок 3
Динамика доходности суверенных евробондов стран СНГ в 2014 г. - 1 кв. 2016 г.



Валюта номинала	2014 г.	2015 г.	Изменения	1 кв. 2015 г.	1 кв. 2016 г.	Изменения
			Азербайджан			
AZN	244	–	-	–	35	-
USD	–	–	-	–	12	-
			Армения			
AMD	78 805	108 500	**37.70%**	31 000	29 500	**-4.8%**
			Беларусь			
BYR	47 244 055	83 874 496	**77.53%**	12181.54	1 600 000	**13034.6%**
USD	727	2 462	**238.65%**	–	1 379	-
EUR	320	1 720	**437.50%**	90	248	**175.3%**
RUB	–	162	-	–		-
			Грузия			
GEL	2 195	1 828	**-16.70%**	630	346	**-45%**
			Казахстан			
KZT	845 418	410 244	**-51.50%**	284 665	180 000	**-36.8%**
			Украина			
UAH	265 336	866 546	**227%**	97 118	356 278	**267%**
USD	793	646	**-19%**	301	916	**204%**
EUR	40	–	-	–	–	-

Источник: Cbonds.ru

Таблица 1
Объем эмиссий государственных ЦБ* стран СНГ, млн (в нац. валютах)

*Со сроком обращения от недели

В ДЕКАБРЕ ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК АЗЕРБАЙДЖАНА НЕ СМОГ БОЛЬШЕ ПОДДЕРЖИВАТЬ НАЦИОНАЛЬНУЮ ВАЛЮТУ И БЫЛ ВЫНУЖДЕН ПЕРЕЙТИ НА ПЛАВАЮЩИЙ КУРС

$6 млн (29.19%). Третье место с $5 млн (25.38%) досталось AzFinance Invest.

АРМЕНИЯ

Несмотря на негативные факторы, такие как девальвация армянского драма в конце 2014 г., ситуация в Армении была не столь драматична, как в других странах СНГ. ВВП Армении в 2015 г. вырос на 3.1%, а национальная валюта в 2015 г. девальвировала всего на 2.3%. Инфляция в Армении составила 3.7%.

Нацбанк Армении в 2015 г. выпустил на 31% больше локальных бумаг, чем в 2014 г., объемы эмиссий увеличились на 38%. Корпоративный сектор Армении также показывает признаки роста. Количество эмиссий возросло на 86%, при этом на 225% увеличился объем выпусков, номинированных в драмах, в долларах — на 53%.

Из наиболее интересных эмиссий корпоративного сектора Армении можно выделить три выпуска Армсвисбанка: серии 1 на $2 млн сроком на три года под 7.5% годовых, серии 2 на сумму $3 млн на четыре года под 8% и серии 3 на сумму $5 млн на пять лет под 8.5% годовых. В 2015 г. EBRD разместил два номинированных в драмах выпуска, первый сроком на год на сумму 2 млрд драм под 11.7828% годовых и второй сроком на полгода на сумму 2 млрд драм под 14.5% годовых.

В ренкинге организаторов внутренних облигаций Армении представлены пять организаторов эмиссий, совокупно разместивших облигации на сумму $30 млн. Первое место занял Америабанк с результатом $13 млн (рыночная доля — 42.10%). На втором месте оказался Армсвисбанк с $10 млн (33.53%). Третье место с $4 млн (13.41%) занял AraratBank.

ГРУЗИЯ

В прошлом году экономика Грузии находилась под влиянием ситуации в соседних странах. Грузинский лари девальвировал почти на 21% с начала года. ВВП Грузии вырос лишь на 2.8% (в 2014 г. этот показатель составил 4.6%).

В 2015 г. Национальный банк Грузии выпускал локальные бумаги в основном со сроком обращения три-шесть месяцев. При этом количество эмиссий в 2015 г. уменьшилось на 6.5%, а их объем уменьшился на 17 %. За первый квартал 2016 г. количество эмиссий госбумаг уменьшилось практически вдвое.

Корпоративный сектор в 2015 г. демонстрировал признаки количественного и качественного роста.

Из корпоративных эмиссий 2015 г. можно выделить выпуск m2 Real Estate на сумму $20 млн сроком на два года под 9.5%, выпуск Asian Development Bank (ADB) объемом 100 млн лари на три года (ставка привязана к доходности трехмесячных депозитных сертификатов НБ Грузии), а также выпуск Черноморского банка торговли и развития объемом 48 млн лари на три года под 10.36% годовых.

В ренкинге организаторов внутренних облигаций Грузии представлены три компании. Первое место заняла группа TBC Capital/TBC Broker с результатом $68 млн (рыночная доля — 47.79%). На втором месте — компа-

	2014 год	2015 год	Изменения	1 кв. 2015	1 кв. 2016	Изменения
Азербайджан						
Объем в нац. валюте, млн AZN	184	57.4	**-68.80%**	51.1	–	-
Объем в USD, $ млн	17	28	**64.70%**	10.4	–	-
Армения						
Объем в нац. валюте, млн AMD	3 922	6 482	**65.30%**	4 000	–	-
Объем в USD, $ млн	76	116	**52.60%**	10	–	-
Беларусь						
Объем в нац. валюте, млн BYR	26 082 049	18 507 423	**-29%**	1 437 411	1 414 083	**-1.6%**
Объем в USD, $ млн	1 197	431	**-64%**	114	639.574	**460.6%**
Объем в EUR, млн евро	513	146	**-71.5%**	29	105	**257.8%**
Объем в RUB, млн руб.	5 793	1 165	**-80%**	150	–	-
Грузия						
Объем в нац. валюте, млн GEL	50	260	**419%**	155	–	-
Объем в USD, $ млн	27	35	**29.6%**	20	5	**-75%**
Казахстан						
Объем в нац. валюте, млн KZT	436 607	1 122 449	**157.1%**	186 979	46 147	**-75.3%**
Объем в RUB, млн руб.	5 000	–	-	–	2 000	-

Таблица 2
Объем эмиссий корпоративных облигаций в разрезе валюты выпуска

ния Galt & Taggart с $64 млн (45.17%). Третье место с $10 млн (7.04%) досталось PASHA Bank Georgia.

БЕЛАРУСЬ

В 2015 г. Беларусь во всей полноте ощутила негативные последствия глубокой интеграции с Россией: девальвация белорусского рубля составила почти 60% с начала года, ВВП упал на 3.9% по итогам 12 месяцев 2015 г., инфляция по итогам 2015 г. составила 12%.

Пока все планы внешнего финансирования оставались планами, Минфин и Нацбанк Беларуси выпускали локальные бумаги. При этом количество эмиссий в 2015 г. увеличилось на 47%, объемы эмиссий тоже демонстрируют существенный рост. Количество выпусков муниципальных облигаций сократилось до 15 (в 2014 г. их было 57), совокупный объем эмиссии сократился до 2.3 трлн белорусских руб. (2.8 трлн белорусских руб. в 2014 г.).

Корпоративный сектор в 2015 г., напротив, демонстрировал явные признаки глубокого кризиса. Количество эмиссий сократилось в два раза, а объем выпусков снизился в три-пять раз. В 2016 г. ситуация изменилась, за первый квартал объемы выпусков в иностранной валюте существенно выросли.

В ренкинге организаторов внутренних облигаций Беларуси представлены 13 компаний, совокупно разместивших облигации на сумму $1170 млн. Первое место заняла группа Беларусбанка с результатом $648 млн (рыночная доля — 55.35%). На втором месте оказался Белагропромбанк с $171 млн (14.64%). Третье место с $115 млн (9.86%) досталось Банку развития Республики Беларусь. Также в лидерах списка оказались БПС-Сбербанк и Банк Москва-Минск.

Резюмируя вышесказанное, можно сделать вывод о том, что 2015 г. и первый квартал 2016 г. оказались не лучшим периодом для СНГ. Экономики стран ощутимо притормозили в развитии или вовсе скатились в стагнацию, валюты всех стран региона — кроме Армении — значительно девальвировали, а в Азербайджане и Казахстане после вынужденного перехода к плавающим курсам девальвация побила все рекорды последнего времени.

Однако стоит отметить, что для рынка гособлигаций стран СНГ этот период не был однозначно хорошим или плохим. Количество эмиссий гособлигаций в Казахстане сократилось на 72%, а Азербайджан и вовсе не проводил размещений, в то время как в Украине объем эмиссий госбумаг значительно возрос, хотя и за счет краткосрочных выпусков. Из-за невозможности найти источники внешнего финансирования Беларусь использовала ресурсы на внутреннем рынке: количество эмиссий государственных бумаг увеличилось на 47%. В Армении количество эмиссий увеличилось на 31%. Корпоративный сектор в 2015 г. демонстрировал признаки существенного роста в одних странах (Армении, Грузии, Казахстане) и глубокий кризис в других. В Беларуси количество эмиссий сократилось в два раза, а в Украине рыночных размещений и вовсе не было. На кого-то негативные факторы прошлого года повлияли больше, на кого-то меньше, но несмотря ни на что, рынки живут и ищут пути для развития.

ВВП АРМЕНИИ В 2015 Г. ВЫРОС НА 3.1%, А НАЦИОНАЛЬНАЯ ВАЛЮТА В 2015 Г. ДЕВАЛЬВИРОВАЛА ВСЕГО НА 2.3%