Наталья ГАРАЩЕНКО,
менеджер сайта по рынкам
СНГ и Балтии, Cbonds

Сергей ЛЯШЕНКО,
руководитель группы по рынкам СНГ и стран
Центральной и Восточной Европы, Cbonds

Рынки СНГ: спячка закончилась

В 2016 году девальвационное давление на валюты стран СНГ несколько ослабло, благодаря чему снижение курсов валют стран региона составляло некатастрофичные 10–13% (Украина и Азербайджан), а в ряде случаев и вовсе наблюдалась ревальвация (Казахстан и Беларусь). Глобальная конъюнктура также была достаточно благоприятной, что нашло отражение в снижении доходностей суверенных еврооблигаций стран СНГ — от 70 б.п. по украинским бумагам до 270 б.п. по белорусским бондам. Эти факторы обеспечили позитивный фон для перехода долговых рынков стран СНГ от состояния кризиса к постепенной стабилизации. В одних случаях это сопровождалось наращиванием объемов выпуска облигаций (Беларусь, Азербайджан, Армения), а в других — эволюцией самих рынков (Украина и Казахстан). Причем пример соседних стран Центральной и Восточной Европы показывает, что потенциал развития рынков СНГ реализован далеко не полностью.

УКРАИНА

Сектор государственных облигаций, пожалуй, единственный сегмент рынка ценных бумаг Украины, который, преодолев анабиоз 2014–2015 годов, в 2016 году и в первом квартале 2017 года продемонстрировал активность. Основными факторами медленного восстановления стали смягчение монетарной политики НБУ, который постепенно снизил учетную ставку с 22% до 14%, и отказ НБУ от операций на открытом рынке. Со второго квартала 2016 года НБУ прекратил размещение депозитных сертификатов на срок один и три месяца, которые выступали в роли квази-ОВГЗ, оттягивая на себя значительную часть гривневой ликвидности и тем самым снижая спрос на краткосрочные гособлигации (в 2015 году объем размещения депозитных сертификатов НБУ на срок один и три месяца составил 11.2 млрд грн., в январе–апреле 2016 года — 33.4 млрд грн.). С начала 2016 года регулятор также прекратил продажи ОВГЗ из своих резервов (в 2015 году объем продажи составил около 1 млрд грн.).

Стоит отметить и ощутимое снижение темпов «банкопада»: в 2016 году рынок покинуло всего несколько системно значимых банков — банк «Крещатик» и ФидоБанк. Кроме того, достаточно безболезненно прошла национализация крупнейшего банка страны — ПриватБанка.

В 2016 году Минфин Украины расширил ассортимент предлагаемых госбумаг. На аукционах регулярно предлагались дефицитные валютные ОВГЗ, а также достаточно экзотичные для отечественных инвесторов индексируемые ОВГЗ и ОВГЗ в евро, которые ранее выпускались в 2013 и 2014 годах соответственно.

Результатом стал существенный объем размещений. Так, гривневых ОВГЗ было размещено на 37.3 млрд грн. (в 2015 году — 10.3 млрд грн., причем весь спрос был дружественным), в том числе индексируемых бумаг — на 8.7 млрд грн., валютных ОВГЗ — на $3.0 млрд (в 2015 году — всего $0.6 млрд). Этого объема вполне хватило для погашения ранее выпущенных валютных инструментов (около $1.8 млрд) и выплаты купона по реструктурированным евробондам (около $1 млрд).

Кроме трех-пятикратного роста объемов размещений в 2016 году произошел ряд качественных сдвигов, а именно

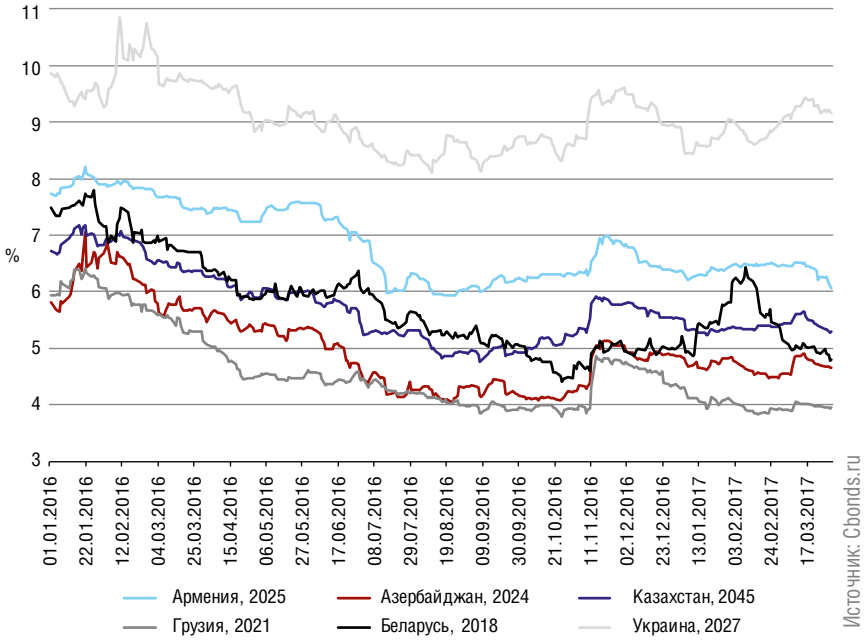
отказ от практики дружественного спроса и появление рыночного спроса на долгосрочные (для украинского рынка) пятилетние гривневые ОВГЗ, чего не наблюдалось лет пять. В результате в 2016 году произошло трехкратное увеличение объемов ОВГЗ в собственности банков — до 255.4 млрд грн., что сопоставимо с объемом ОВГЗ в собственности НБУ (382 млрд грн.).

В начале 2017 года рост рынка продолжился, хотя и более умеренными темпами, поскольку НБУ, опасаясь ускорения инфляции, не идет на дальнейшее снижение учетной ставки. Это привело к тому, что доходности размещения бумаг со сроком обращения один–три года в первом квартале 2017 года снизились всего на 35–50 б.п. (с 15.30–15.74% до 14.95–15.24%), в то время как в 2016 году снижение доходностей составило 350–500 б.п.

В то же время инвесторы продолжают наращивать свои портфели: в первом квартале 2017 года объем размещения гривневых госбумаг составил 9.3 млрд грн., при этом Минфин не проводил размещений валютных ОВГЗ, очевидно, намереваясь покрыть потребности в долларовой ликвидности за счет средств от МВФ.

Корпоративному сегменту пока похвастаться нечем: в 2016 году было размещено более 100 выпусков корпоративных облигаций на общую сумму 4.1 млрд грн. На первый взгляд сумма неплохая, но де-факто к рыночным можно отнести менее десяти выпусков на общую сумму 0.6 млрд грн. В числе рыночных — выпуск облигаций «СК-Агро» под гарантию AGT Capital Management Limited (материнской компании ГК «Агротрейд») на 250 млн грн. Организатором размещения выступила компания ICU. Доходность облигаций составила 13.5% с предусмотренным хеджированием купонов и номинальной стоимости облигаций в случае девальвации гривны. К рыночным можно отнести и три выпуска облигаций дочерних компаний агрохолдинга «Сварог Агро» на общую сумму 250 млн грн. с доходностью на уровне 25% на 1-4 купонные периоды. Рыночный характер носили также четыре выпуска финансовой компании «Центр Финансовых Решений» на 100 млн грн. с доходностью на уровне 24% на 1-5 купонные периоды.

Начало 2017 года не добавило динамики корпоративному сегменту — с начала года состоялось размещение четырех рыночных выпусков на 0.3 млрд грн. Идея Банк (Украина) и финансовая компания «Центр Финансовых Решений» выпустили по две серии облигаций на 0.2 млрд грн. и 0.1 млрд грн. соответственно. Доходность бумаг Идея Банка (Украина) на 1-2 купонные периоды составила 17–18%, доходность облигаций финансовой компании «Центр Финансовых Решений» — 21% на 1-5 купонные периоды.



* До 01.07.2016 указана динамика BYR

Рисунок 1

Динамика доходности суверенных евробондов стран СНГ, 2016 год – I-й квартал 2017 года

КАЗАХСТАН

Изменения, произошедшие в 2016 году на рынке внутренних облигаций Казахстана, оказались наиболее ощутимыми для сектора госбумаг.

В 2015 году состоялось 13 аукционов по размещению облигаций общим объемом 410 млрд тенге со сроком обращения от пяти

Таблица 1

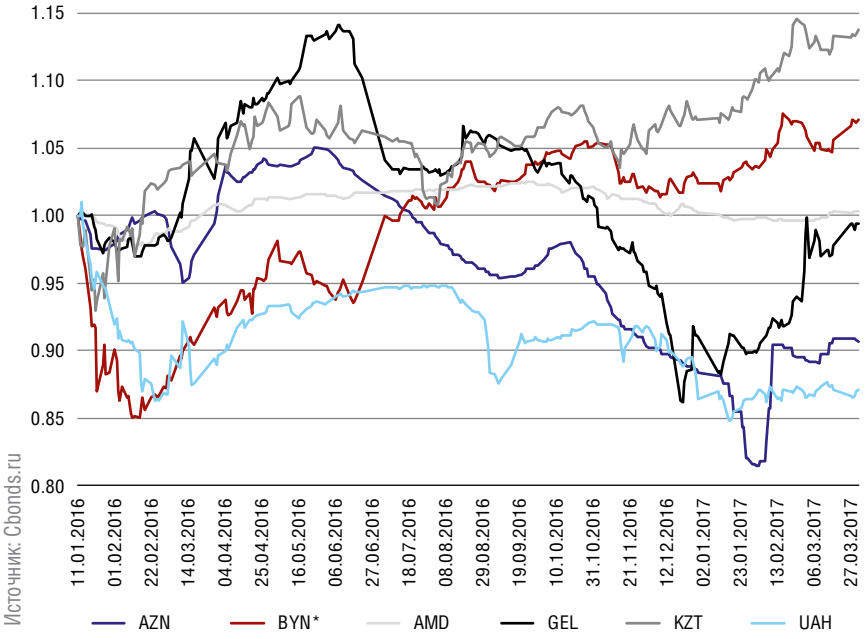
Объем эмиссии государственных ЦБ* стран СНГ по валютам, млн

Валюта номинала	2015 год	2016 год	Рост за год	I-й кв. 2016 года	I-й кв. 2017 года	Рост за I-й кв.
Азербайджан						
AZN	–	674.3	n/a	60	289	382%
USD	–	12	n/a	12	–	n/a
Армения						
AMD	143 932	314 306	118.4%	29 500	44 000	49.2%
Беларусь**						
BYN	8 353	25 631	206.8%	160	18 319	11349.4%
USD	2 462	3 562	44.7%	1 379	698	–49.4%
EUR	1 721	1 496	–13.1%	247.8	51	–79.4%
RUB	162	–	n/a	–	–	n/a
Грузия						
GEL	1 928	1 675	–13.1%	471.4	410	–13%
Казахстан						
KZT	410 244	200 000	–51.2%	180 000	170 700	–5.2%
Украина						
UAH	10 352	37 255	259.89%	1 862	9 280	398.38%
USD	646	2 998	364.12%	–	–	n/a
EUR	–	141	n/a	–	–	n/a

Источник: Cbonds.ru

* Со сроком обращения от одной недели и больше

** Объемы выпусков бумаг в BYR конвертированы в BYN



Источник: Cbonds.ru

* До 01.07.2016 указана динамика BYR

Рисунок 2

Динамика курсов национальных валют стран СНГ к доллару США, 2016 год – 1-й квартал 2017 года

до 27 лет и доходностью 6–8%, что явно не соответствовало рыночным параметрам.

В 2016 году Нацбанк Казахстана озадачился построением кривой в тенге и начал с размещения краткосрочных нот на рыночных условиях. Срок обращения бумаг составил от одной недели до одного года, доходность — 11–15%. В результате по итогам 2016 года состоялось 190 аукционов, а совокупный объем размещения достиг 31.9 трлн тенге.

Приятно, что Нацбанк и Минфин не остановились на достигнутом успехе и продолжили удлинять кривую госбумаг. ЦБ начал в четвертом квартале размещение гособлигаций на рыночных условиях, постепенно увеличивая срочность бумаг с двух до пяти лет. Результаты оказались не так эпичны, как при размещении нот: всего состоялось 20 аукционов, на которых были размещены облигации на 20 млрд тенге. Однако тот факт, что у рынка есть живой интерес к пятилетним гособлигациям, говорит о существенном прогрессе.

В корпоративном сегменте также произошел качественный сдвиг. Формально объем размещений в 2016 году по сравнению с 2015 годом снизился более чем в два раза — с 1.04 трлн тенге в 2015 году до 0.41 трлн тенге в 2016 году. Но очевидно, что это результат изменения инвестиционной активности ЕНПФ. Тем более отрадно было наблюдать в этих условиях рыночные выпуски корпоративных облигаций: субсуверенный выпуск КазАгроФинанс-2021, выпуски коммерческих облигаций Исткомтранс-2017 и квазидолларовых облигаций ARLAN WAGONS-2020.

Таблица 2

Объем эмиссии корпоративных облигаций в СНГ и странах Кавказа по валютам, млн

	2015 год	2016 год	Рост за год	I-й кв. 2016 года	I-й кв. 2017 года	Рост за I-й кв.
Азербайджан						
AZN	53	–	n/a	–	10	n/a
USD	17	100	488.0%	–	–	n/a
Армения						
AMD	6 482	7 248	11.8%	–	100	n/a
USD	116	33	–71.6%	–	5	n/a
Беларусь*						
BYN	1 801	707	–60.8%	146	234	60.5%
USD	578.9	990	71.0%	630	107	–82.9%
EUR	145.7	182	24.6%	105	3	–97.1%
RUB	1 165	3 965	240.2%	–	270	n/a
Грузия						
GEL	260	311	19.6%	–	–	n/a
USD	35	30	–14.3%	5	–	n/a
Казахстан						
KZT	1 582 863	378 416	–76.1%	523	827	58.1%
Украина						
UAH	5 238	4 060	–22.5%	1 054	300	–71.5%

Источник: Cbonds.ru

* Объемы выпусков бумаг в BYR конвертированы в BYN

БЕЛАРУСЬ

Деноминация (10 000 BYR к 1 BYN) прошла без особых эксцессов, и новый белорусский рубль (BYN) закончил год практически на тех же уровнях, на которых он сменил доденоминационный BYR.

В условиях отсутствия внешнего финансирования (планы по выпуску суверенного евробонда в 2016 году не были реализованы) Минфин и Нацбанк Беларуси увеличили объем выпуска локальных бумаг на 118%.

Корпоративный сектор продолжает демонстрировать признаки стагнации. Объемы выпусков в 2016 году снизились на 4.3%, а за первый квартал 2017 года — на 70% по сравнению с аналогичным периодом 2016 года.

Из крупнейших эмитентов банковского сектора можно выделить трех гигантов: Белагпромбанк, разместивший бумаги на сумму $182 млн, Беларусбанк, который привлек $486.5 млн, и Банк развития Республики Беларусь, выпустивший бумаги на сумму $111 млн.

Среди эмитентов нефинансового сектора обращают на себя внимание выпуски Белорусского металлургического завода на сумму $165 млн, Белорусской ЖД на $80 млн и Минского тракторного завода на $55 млн.

СТРАНЫ КАВКАЗА

В 2016 году Азербайджан возобновил размещение государственных облигаций: Министерство финансов успешно реализовало среднесрочные облигации (ГСО) на сумму $5 млн сроком на два года под 3.5% годовых

и краткосрочные (ГКО) на сумму $7 млн сроком на один год. В первом квартале 2017 года состоялось 17 аукционов госбумаг на сумму 289 млн манатов, это значительно больше, чем за аналогичный период прошлого года.

В корпоративном сегменте в прошлом году прошло лишь одно размещение — выпуск SOCAR-2021 на $100 млн под 5% годовых.

Объем эмиссии локальных бумаг Армении демонстрирует значительный рост. Национальный банк Армении в 2016 году выпустил на 118% больше бумаг, чем в 2015 году. В корпоративном секторе объем выпусков, номинированных в драмах, вырос на 11.8%, но объем долларовых эмиссий снизился на 72%. Наиболее интересными сделками в корпоративном сегменте стали два выпуска Национальной ипотечной компании (16-й серии на сумму 1.38 млрд. драм сроком обращения четыре года под 10% годовых и 17-й серии на сумму 2.1 млрд драм на четыре года под 10%), а также выпуск Америабанк-2018 на $15 млн под 6.75% годовых.

Национальный банк Грузии в 2016 году выпускал в основном краткосрочные локальные бумаги со сроком обращении до шести месяцев. В прошлом году объемы размещений уменьшились на 13.1%. За первый квартал 2017 года объемы эмиссии госбумаг снизились почти на 13%. Объемы корпоративных выпусков в лари увеличились практически на 20%. Среди корпоративных эмиссий 2016 года можно выделить трехлетний выпуск компании m² Real Estate на сумму $25 млн сроком на три года под 7.5%, номинированный в лари выпуск ЕБРР на сумму $107 млн со сроком обращения пять лет со ставкой, привязанной к доходности трехмесячных депозитных сертификатов НБ Грузии, а также номинированный в лари выпуск Asian Development Bank-2019 на сумму $64 млн сроком на три года со ставкой, привязанной к доходности трехмесячных депозитных сертификатов НБ Грузии.

ОСТАЛЬНЫЕ СТРАНЫ СНГ

В 2016 году интересные события происходили не только на крупнейших долговых рынках стран СНГ, точечная активность наблюдалась и в других странах региона. Так, прошлый год был ознаменован первым выпуском корпоративных облигаций Таджикистана, а также дебютным выпуском валютных гособлигаций Кыргызстана.

Первым корпоративным эмитентом Таджикистана стал один из ведущих банков страны — «Банк Эсхата», выпустивший двухлетние бумаги на 20 млн таджикистанских сомони (около $2 млн). Номинальная стоимость облигаций составила 100 сомони, доходность — 22%, андеррайтером выпуска стала компания «Прайм Инвест».

Нацбанк Кыргызстана разместил дебютный выпуск государственных облигаций, номинированных в иностранной валюте, — ГКО-В. Объем займа составил $0.05 млн. Бумаги были проданы по цене 101.2% от номинала с доходностью 1.75%. Срок обращения — пять лет. Несмотря на небольшой объем выпуска, можно только приветствовать желание эмитента предложить инвесторам инструмент с валютной доходностью.

	Объем, $ млн	Доля рынка	Количество эмитентов	Количество эмиссий
Азербайджан				
PSG Kapital	100	100.0	1	1
Армения				
Америабанк	22	51.2	1	3
Беларусь				
Беларусбанк / АСБ БРОКЕР	940	61.7	19	31
Грузия				
Galt and Taggart	161	96.5	7	7
Казахстан				
«Казкоммерц Секьюритиз»	921	74.1	4	9

Источник: Cbonds.ru

Таблица 3

Ведущие организаторы (андеррайтеры) облигаций стран СНГ в 2016 году

СТРАНЫ ЦЕНТРАЛЬНОЙ И ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЫ

В 2016 году объем выпуска государственных ценных бумаг стран Центральной и Восточной Европы вырос более чем на 30%, достигнув в эквиваленте $96.95 млрд. (в 2015 году объем в секторе составил $72.93 млрд). Хотя количество выпусков по сравнению с 2015 годом выросло незначительно — с 359 до 373. Крупнейшими рынками по объему традиционно стали Польша ($38.0 млрд) и Турция ($24.0 млрд), а также Румыния, где объемы выпуска выросли на 25% — до $10.7 млрд.

В 2016 году в корпоративном сегменте на рынках Центральной и Восточной Европы количество выпусков облигаций несколько снизилось — до 1082 (в 2015 году их было 1123), а совокупный объем размещения увеличился на 2.8% и в эквиваленте составил $41.98 млрд. (в 2015 году — $40.82 млрд). Турция и Польша уверенно удерживают лидирующие позиции как по количеству эмиссий (709 и 253 соответственно), так и по объему размещений ($28.75 млрд и $6.11 млрд соответственно.). В тоже время Венгрия, бронзовый призер 2015 года (49 эмиссий на $1.73 млрд), ощутимо сдала позиции: в 2016 году количество выпусков там снизилось в 2.5 раза, а объемы — в три раза. В 2016 году третьим рынком по объему стала Чехия ($1.73 млрд), а по количеству выпусков — Словакия (30 эмиссий).

В 2016 ГОДУ ОБЪЕМ ВЫПУСКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ СТРАН ЦЕНТРАЛЬНОЙ И ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЫ ВЫРОС БОЛЕЕ ЧЕМ НА 30%, ДОСТИГНУВ В ЭКВИВАЛЕНТЕ $96.95 МЛРД