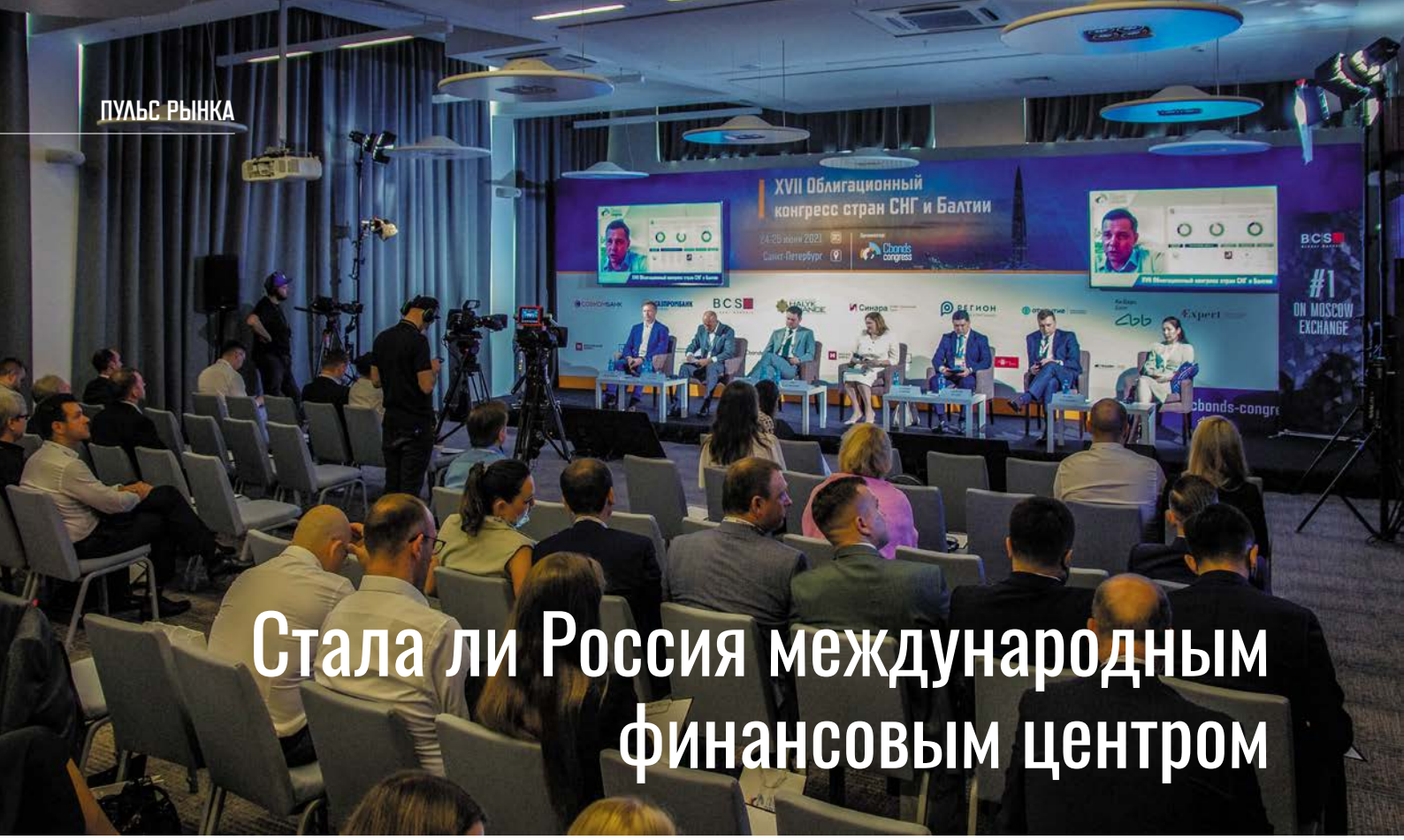



# Стала ли Россия международным финансовым центром

В конце июня прошел уже XVII Облигационный конгресс стран СНГ и Балтии, организованный группой Cbonds. Впервые он прошел не в жарких странах, как это было принято раньше, а в Петербурге и совпал с празднованием 20-летия компании Cbonds. Несмотря на ограничения, связанные пандемией коронавируса, конгресс собрал большое количество участников из нескольких стран в таком теперь непривычном офлайн-формате. Главными темами обсуждения на площадке конгресса стали строительство Международного финансового центра в России и привлекательность российского рынка для иностранных эмитентов.

**России удалось привлечь на рынок внутреннего розничного инвестора. Хотя здесь пространство для развития еще большое, тем не менее как победу это можно зафиксировать**

## МФЦ ДЛЯ ОГРАНИЧЕННОГО КРУГА

Российский рынок обладает всеми необходимыми качествами, чтобы стать рынком, дополняющим мировую архитектуру, а рубль вполне может стать инструментом заимствования для суверенных заемщиков, для корпоративных и финансовых институтов, стран — торговых партнеров России, уверен Денис Шулаков, первый вице-президент, глава блока рынков капитала Газпромбанка. По его словам, такие достижения позволят активизировать как финансовый экспорт услуг, так и экспорт товаров.

Спикер отметил, что китайский рынок по объемам сейчас практически догнал европейский и дальше он может расти только за счет того, что будет забирать долю у доллара и евро, а это чревато большими сложностями. Появление МФЦ в России позволит дополнить эту структуру.

— Самое главное, что благодаря новому рынку мы сделаем мир более стабильным, сделаем более предсказуемым движение валютных пар, в том числе на тех направлениях, где это сотрудничество более емкое, как Россия и Китай, как Россия и страны БРИКС, как Россия и ближайшие торговые партнеры, — заявил он.

В фарватере движения рынка могут оказаться и Узбекистан, и Азербайджан, и Армения. У них есть все возможности для выхода на наш рынок, поскольку есть взаимный импорт и экспорт, который можно финансировать в рублях.

Сегодня наблюдается высокий интерес эмитентов из стран СНГ к российскому рынку, и в первую очередь это связано с уровнем ставок, которые хоть и поднялись за последнее время, являются исторически минимальными, считает Александр Ковалев, исполнительный директор департамента рынков капитала Совкомбанка.

Интерес к российскому рынку со стороны иностранных эмитентов подтверждает

и Алексей Руденко, управляющий директор департамента инструментов долгового рынка Газпромбанка:

— Мы видим интерес и со стороны министерств финансов, и со стороны корпоратов, и со стороны финансовых институтов. Сделок, уверен, будет больше, и надеюсь, что они все пройдут так же успешно, как уже имеющиеся.

Алексей Руденко напомнил, что выход иностранных эмитентов на российский рынок начался в 2010 году с размещения облигаций республики Беларусь, и сейчас на рынке доминируют две группы заемщиков. Первая группа — Республика Беларусь и компания «Евроторг». Вторая группа — эмитенты из Казахстана. На сегодняшний день в обращении находятся суверенные облигации этой страны на сумму 80 млрд рублей.

За последние 5–6 лет в плане размещения нерезидентами суверенных облигаций был пройден очень большой путь, рассказал Андрей Липин, директор департамента международного сотрудничества Банка России.

— Сложилось очень много факторов, которые к этому привели. После 2010-х годов мы проводим большую работу по развитию двусторонних направлений — по линии ЕАЭС, по линии евразийских интеграций, по взаимодействию с Белоруссией, Казахстаном. У нас ожидается размещение других эмитентов СНГ. Следующий крупнейший партнер — это Китай, страны Азиатско-Тихоокеанского региона — Индия, Вьетнам, — заявил Андрей Липин.

В 2021 году Банк России совместно с Агентством по развитию рынка капитала Республики Узбекистан провел работу по обеспечению допуска на российский рынок ценных бумаг эмитентов из Узбекистана. В настоящее время прорабатываются инициативы по допуску на российский финансовый рынок эмитентов из Таджикистана, Туркменистана, Монголии.

О привлекательности российского рынка для эмитентов из Узбекистана рассказал Баходир Алимов, советник председателя правления Национального банка внешнеэкономической деятельности Республики Узбекистан.

— У наших компаний есть необходимость финансирования узбекско-российских проектов в рублях. Россия занимает второе место среди ключевых внешнеторговых партнеров нашей страны, и размещение в России позволит установить приемлемые для узбекских компаний ставки купонов.

Особыми преимуществами российского рынка для эмитентов из стран СНГ является схожая ментальность и отсутствие языкового барьера, уверен Олег Карпеев, директор по работе с эмитентами «Инвестиционного банка Синара». По его словам, российские инвесторы знают и понимают бизнес потенциальных эмитентов. Кроме того, огромную роль играет ликвидность рынка.

— У нас есть такое количество инвесторов, которые в один день могут сгрузить эмитенту 40 млрд рублей, — сказал он, имея в виду размещение суверенных облигаций Казахстана на российском рынке, которое как раз состоялось в дни проведения конференции.

На привлекательность российского рынка работает и рост количества инвесторов — физических лиц. Они проявляют большой интерес к выпускам корпоративных облигаций. В заявках на последний выпуск белорусского «Евроторга» около 50% — физические лица. «И этот тренд продолжится. «Физики» будут на рынке, и будут играть важную роль в размещении корпоративных облигаций», — уверен Олег Карпеев.

— Физлицам нужны инструменты для диверсификации своих портфелей и повышения доходности, поэтому эмитентов из стран бывшего СССР любят и ждут, — Сергей Назаров, заместитель генерального директора рейтингового агентства «Эксперт РА». В качестве примера успешных размещений корпоративных облигаций он назвал белорусский «Евроторг», который,

**В марте прошлого года мы ожидали гораздо худшего развития событий. Но мы научились жить с коронавирусом, понимаем риски, понимаем, как с ними работать**

попробовав свои силы в 2019 году, уже осуществил четыре успешных выпуска. Также вышла казахстанская компания — «КТЖ финанс» (Казахстанские железные дороги).

## БУДЕТ СПРОС, БУДЕТ МФЦ

Анна Кузнецова, заместитель председателя правления Россельхозбанка, обозначила три основных успешных направления, которые способствуют строительству в России международного финансового центра. Российский рынок сильный и играет реальную роль в привлечении капитала для развития бизнеса. России удалось построить инфраструктуру, которая находится инлайн с международными биржами и позволяет иностранным эмитентам привлекать капитал в России.

России удалось привлечь на рынок внутреннего розничного инвестора. Хотя здесь пространство для развития еще большое, тем не менее как победу это можно зафиксировать.

Однако, по мнению Анны Кузнецовой, есть ряд направлений, развитие которых происходит очень медленно.

— Не очень хорошо получилось развить индустрию институциональных инвесторов как индустрию ПИФ, где денег в разы меньше, чем на брокерских счетах, — в 6 раз. Не удалось развить систему пенсионных фондов. Денег в этом сегменте много — 4.7 трлн рублей, эти деньги в основном инвестированы в облигации и депозиты, они не позволяют развиваться российскому рынку IPO и SPO, имеют ряд достаточно сильных регуляторных ограничений.

Сергей Назаров видит большую проблему на уровне экономической и политической интеграции в рамках единого экономического пространства: регуляторы не очень хорошо друг с другом договариваются.

— Есть достаточно ревностные отношения центробанков и министерств финансов к тому, чтобы их эмитенты перетекали на российский рынок. К сожалению, такая проблема существует. Как она будет решаться политически и в какие сроки, непонятно. Но опять же, хочу присоединиться к лагерю оптимистов и поддержать позитивные тренды, которые на рынке проходят.

Полноценный МФЦ в России пока построить не удалось, работы еще много, есть некоторая стагнация, нужно расширять интеграционные связи, вести диалоги, считает Глеб Шевеленков, директор департамента долгового рынка Московской биржи.

— Инфраструктура готова. Регулятивные истории можно развивать, когда будут соответствующие кейсы. Если DCM не ведет эмитента из соседней юрисдикции, откуда возьмется правильное соглашение между регуляторами о том, что это возможно, — спрашивает он.

Как считает Андрей Липин, МФЦ — это продукт, у которого есть предложение и спрос. С точки зрения предложения в России все хорошо. Есть положительные тенденции, которые и дальше будут развиваться. Регулятор готов рассматривать все запросы, как показывает история с Узбекистаном. «Здесь все, конечно, зависит от кейсов, и если есть спрос, то при необходимости можно находить решения, и достаточно быстро», — обещает Андрей Липин.

— С точки зрения разумного регулирования и балансировки интересов мы открыты. Но это сторона предложения. Другая сторона — это спрос, и здесь многое выходит как за рамки Банка России, так и за страновые рамки. Макроэкономика, геополитические риски — это все влияет, это нужно принимать во внимание, — заключил представитель ЦБ.

## МАКРОЭКОНОМИКА И РЫНОК КАПИТАЛОВ СНГ

Россия и страны СНГ пережили начало пандемии на удивление спокойно, более того, рынок в России показал рекордный рост. Что касается глобального влияния коронавируса, то оно, конечно, продолжается.

— В марте прошлого года мы ожидали гораздо худшего развития событий. Но мы научились жить с коронавирусом, — рассказал Дмитрий Куликов, директор группы суверенных рейтингов и макроэкономического анализа рейтингового агентства «АКРА». — Я как человек, который анализирует риски, понимаю, как с ними работать. Надеюсь, что весь остаток пандемии будет оказывать нисходящее влияние на макроэкономику. Наш базовый прогноз по росту российской

**Сейчас инфляция в России находится в пиковых значениях, потом начнет спадать. А вот темпы падения зависят от укрепления рубля и от ситуации на продовольственном рынке**

экономики — ВВП в 2021 году вырастет на 3–4%.

Рост экономики в странах СНГ составит 3–4%, прогнозирует Дмитрий Полевой, директор по инвестициям ИК «Локо-Инвест».

— Почему страны СНГ показали высокие темпы роста? Во-первых, более низкий уровень ВВП на душу населения, соответственно, есть возможности для роста более высокими темпами. Во-вторых, структура экономик достаточно простая — зависимость от производственного и сырьевого сектора. Для многих стран это работает в плюс. Сыграла свою роль и взвешенная монетарная политика этих государств.

Что касается прогноза по инфляции, то, по мнению Антона Табаха, управляющего директора по макроэкономическому анализу и прогнозированию «Эксперт РА», в этом и следующем году мы увидим инфляцию выше таргетов и ожиданий практически везде.

— С другой стороны, эффект базы сейчас работает на большую инфляцию. В дальнейшем он будет работать в обратную сторону. Скорее всего, сейчас инфляция в России находится в пиковых значениях, потом начнет спадать. А вот темпы падения зависят от укрепления рубля и от ситуации на продовольственном рынке. Здесь есть факторы, которые говорят, что ситуация будет существенно лучше, но другие факторы — рост мировых цен на сырье дает больше денег в экономику — могут оказать противоположное действие. Во втором полугодии мы будем видеть снижение инфляции и у нас, и в соседних государствах, но темпы — вопрос открытый, — подытожил Антон Табах.

## КАЗАХСТАН

О ситуации на долговом рынке Казахстана рассказал Фархад Охонов, председатель правления инвестиционного банка Halyk Finance:

— Текущие ставки доходности выше, чем в начале прошлого года, тем не менее мы видим понижающий тренд. Посмотрим, к чему это приведет. Большое влияние на нас сейчас оказывает инфляционное давление. Оно определяет политику нацбанка. Базовая ставка уже который месяц держится на одном уровне, но коридор ставок на первичном рынке находится за пределами диапазона нацбанка от таргетированного уровня 4.6%. Это значит, что рынок не исключает возможности роста ставок. Мы, как инвестор, уже закрыли длинные бумаги, боимся их покупать, предпочитаем пока короткие. Сегодня инвестор, заходящий на длинную бумагу, требует большей доходности, чем год назад.

Большой объем размещений на рынке Казахстана приходится на субъекты квазигосударственного сектора. Констатирую это с сожалением, потому что, по сути, этот сектор сейчас доминирует на рынке. У частного эмитента очень ограниченные возможности выхода на долговой рынок. Субъекты квазигосударств сейчас платят в районе 11%. Это такие компании, как банк развития Казахстана. Это, конечно же, балует казахстанского инвестора. От частного эмитента они ожидают такой премии, которую не каждый может дать.

То время, когда долговой рынок конкурировал с банковским финансированием, к сожалению, сейчас уже закончилось. Единственный крупный сегмент частного сектора, который сейчас выходит на рынок облигаций, это микрофинансовые организации и лизинговые компании. Это компании, у которых априори очень большая маржа. Они могут позволить себе выходить на рынок со ставками 18–20%.

На вторичном рынке большую долю занимают операции с РЕПО. Тренд, когда объем первичного долга превышает объем вторичных торгов, до сих пор продолжается. Наши инвесторы придерживаются стратегии buy & hold — покупают и держат до погашения. Максимум, что с ними делают, закладывают в операции РЕПО.

Положительный тренд: сейчас фиксируется рекордное количество и объем доли нерезидентов в государственных ценных бумагах. Надеемся, что этот тренд будет устойчивым.

Что касается ESG, то это очень небольшие проекты, но с этого, как правило, все начинается, это проекты административного, политического характера, но тем не менее интерес есть и Казахстан упрощает процедуру выпуска этих бумаг.

## УЗБЕКИСТАН

Макроэкономические данные по этой стране представил Фаррух Ходжаев, директор инвестиционной компании Kapital Depozit. Девальвация в 2019 году составила 14.1%, инфляция за тот же год — 15%, а экономический рост — 5.2%. В 2020 году девальвация — 10.2%, инфляция — 11.1%, темпы роста экономики замедлились из-за пандемии до 0.6%. За полгода 2021-го девальвация относительно невысокая — 1.3%, инфляция прогнозируется на уровне 10%, экономический рост — 4.5%.

До 2019 года рынок корпоративных облигаций Узбекистана находился в стагнации. По словам Фарруха Ходжаева, это было связано с регуляторными ограничениями. Например, разрешалось выпускать только бумаги с обеспечением.

— С 2016 года начались реформы, в 2018 году страна получила суверенный рейтинг и успешно разместила

евробонды на $1 млрд. Государство, почувствовав вкус этого инструмента, решило смягчить регуляторные требования. Результат этих решений недолго заставил себя ждать — с 2019 года на рынок начали выходить крупные эмитенты — банки, девелоперские компании, лизинговые компании и МФО, — рассказал представитель Kapital Depozit.

Однако, несмотря на заметный рост, рынок облигаций Узбекистана пока очень скромный. Общий объем обращающихся сейчас облигаций составляет чуть более 0.1% от ВВП. Ключевая ставка Центробанка в Узбекистане сейчас составляет 14%, государственные бумаги на бирже обращаются примерно по такой же ставке. Ставка банковских депозитов для юридических лиц — 16–17% в среднем, а для физических лиц — 20–21%. Разные ставки для юридических и физических лиц — особенность Узбекистана.

— Среднесрочная ставка корпоративных облигаций коммерческих банков 18–20%, лизинговых компаний — 20%, МФО — 22%. Средняя ставка валютных депозитов в долларах для юрлиц — 4%, для физлиц — 5.5%. Это, наверное, самая высокая ставка в СНГ, — сказал Фаррух Ходжаев.

По словам спикера, в Узбекистане есть еще одна особенность — законодательство не позволяет выпускать облигации в иностранной валюте, поэтому эмитенты научились выпускать облигации, индексированные к доллару. Ставки по ним в среднем 8% годовых.

— Конкурировать с банковскими вкладами облигациям в Узбекистане очень тяжело, особенно в плане привлечения инвесторов — физических лиц. Поэтому, когда мы организовываем выпуски, мы в основном таргетируем институциональных инвесторов и юридических лиц, у которых есть свободный кеш. Наши эмитенты, даже на уровне первого эшелона, порой вынуждены предлагать очень высокие ставки, чтобы перебить депозиты. Но даже в такой ситуации наблюдается дефицит инвесторов и эмитентов, — поделился Фаррух Ходжаев.

Причины, по его мнению, кроются в первую очередь в низкой финансовой грамотности населения, недоверии к этому инструменту. Кроме того, сильное влияние оказывает религиозный фактор. Узбекистан — исламская страна, а по шариату ссудный процент — это не халяль. Поэтому большинство просто не желает вкладывать деньги под проценты.

Вопрос об исламских облигациях сейчас решается на государственном уровне, и, возможно, в скором времени такой инструмент появится на рынке.

При этом из-за дефицита локальных инвесторов ставки постоянно растут, что привлекательно для иностранных инвесторов. Например, в Казахстане ставки валютных депозитов 1–1.5%, и казахские инвесторы вкладывают деньги в узбекские банки.

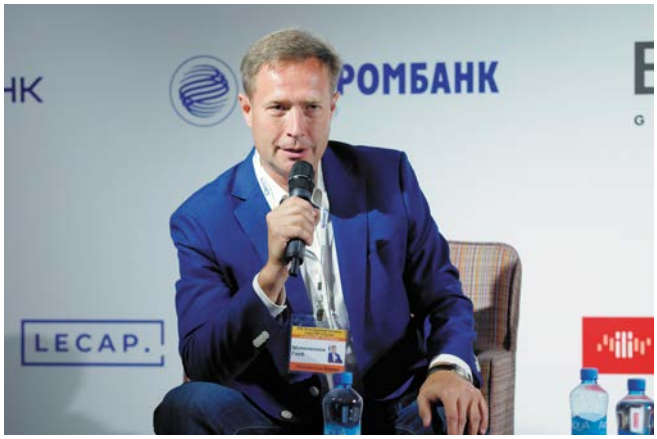
— Для полноценного развития рынку не хватает качественных эмитентов. Есть проблема с ликвидностью на вторичном рынке, а также с отсутствием полноценной системы рейтинговых агентств. Слабо развит рынок РЕПО, отсутствуют инструменты хеджирования. Тем не менее мы уверены, что рынок точно будет развиваться, потенциал для роста огромный, — уверен Фаррух Ходжаев.

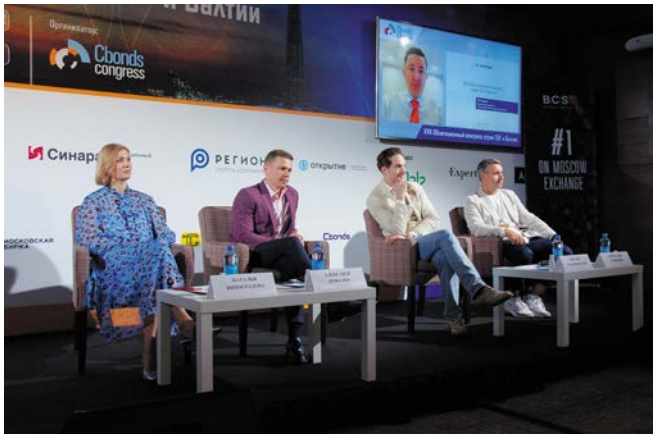
**Физлицам нужны инструменты для диверсификации своих портфелей и повышения доходности, поэтому эмитентов из стран бывшего СССР любят и ждут**

## АРМЕНИЯ

О рынке этой страны рассказал Ваган Степанян, генеральный директор Центрального депозитария Армении. По его словам, в Армении существует множество налоговых льгот, направленных на развитие долгового рынка. Инвесторы — физические лица, например, освобождены от налога с доходов по ценным бумагам.

Армения трижды выпускала евробонды. Первый — в 2014 году на $700 млн,



последний — в начале 2021 года на $590 млн со ставкой 3.6%. Основная часть ценных бумаг, торгующихся на рынке страны, — госбумаги. В 2020 году выпуск гособлигаций вырос на 30%. Имеется сильно развитая РЕПО-площадка.

Доходность гособлигаций варьируется от 6 до 9%. Все бумаги выпущены в армянских драмах.

— Фондовая биржа Армении — оператор онлайн-платформы gp.minfin.am. Это наша разработка. Это площадка для прямой розничной продажи гособлигаций физическим и юридическим лицам в режиме реального времени. Площадка пока недоступна для иностранных инвесторов, но мы планируем этот доступ им дать, — пообещал Ваган Степанян.

Средняя доходность корпоративных облигаций в Армении — в долларах до 6%, а в драмах до 10%. Все корпоративные облигации доступны российским инвесторам.

## БЕЛОРУССИЯ

— Объем рынка акций в Белоруссии сейчас составляет примерно $1.9 млрд, капитализация рынка акций меньше 3% ВВП. Темпы не меняются, они низкие, значит, рынок не развит, — рассказал Тарас Надольный, первый заместитель председателя правления банка «БелВЭБ».

По его словам, причин много. Основная — большая доля государственных компаний или компаний с государственной долей собственности. Объем рынка облигаций составляет $4.6 млрд. На внешнем рынке — $1.8 млрд, это суверенные облигации. Три ключевых эмитента, которые сегодня формируют внешний рынок, — это Министерство финансов, Банк развития и компания «Евроторг».

Корпоративные облигации на внутреннем рынке на данный момент эмитированы на $1.9 млрд. 21% из них — банковские облигации, 79% — облигации предприятий.

В Белоруссии с 2019 года развивается новый долговой инструмент — токенизированные облигации.

— По законодательству — это отдельный класс бумаг, цифровой актив. По экономической сути это такой же инструмент, как облигации, а когда мы токенизируем государственные облигации, вопросы природы этого инструмента будут сняты, — объяснил представитель «БелВЭБ».

На пространстве СНГ это первый опыт, когда можно эмитировать цифровую облигацию. В 2020 году таких облигаций было выпущено на $50 млн, к середине 2021 года эта цифра поднялась до $90 млн.

— Выпустить такие облигации проще, поэтому сейчас к ним проявляют повышенный интерес. Мы ожидаем, что по итогам года токенизированные облигации будут составлять 50% от всех необеспеченных облигаций Белоруссии, — прогнозирует Тарас Надольный.

По его словам, сейчас идет речь о том, чтобы токенизировать госдолг. Следующий этап — токенизация долевого участия, фактически можно иметь токенизированные акции.

Выпуском токенизированных активов сейчас занимаются две площадки — Finstore и Currency.com. Первая компания больше занимается облигациями локальных игроков, вторая ориентирована на международные.

Также, по словам Тараса Надольного, сейчас идут переговоры о том, чтобы с этой платформой выйти на российский рынок.

# Cbonds Awards CIS: лучшие на облигационном рынке СНГ — 2021

В рамках XVII Облигационного конгресса стран СНГ и Балтии состоялось награждение победителей Cbonds Awards CIS — 2021. Это ежегодная премия, которая вручается лучшим участникам облигационного рынка стран СНГ по итогам открытого голосования. Обладателей наград определяют участники облигационного рынка. Голосование является полностью открытым. В этом году награды вручались в 13 номинациях.

В номинациях «Лучшая аналитика по рынку облигаций в Казахстане», «Лучший инвестиционный банк Казахстана», «Лучшая управляющая компания Казахстана» победителем стал Halyk Finance.

Лучшей продуктовой линейкой фондов в Казахстане, по мнению участников голосования, обладает BCC Invest.

Лучшим онлайн-брокером Казахстана признан Jysan Invest.

Лучшей сделкой первичного размещения Казахстана по итогам голосования стал выпуск КазМунайГаз, 3.5% 14apr2033, USD, организаторами которого выступили Halyk Finance, J. P. Morgan, Mitsubishi UFJ Financial Group, SkyBridge Invest.

Лучшей сделкой первичного размещения Украины признан выпуск Moneyveo, 1-A, единственным организатором которого выступил ICU.

В номинации «Лучший инвестиционный брокер Беларуси» победителем стал «АСБ Брокер».

В номинации «Лучшая сделка первичного размещения Беларуси» самым успешным было признано размещение Евроторг, 9% 22oct2025, USD, организаторами которого выступили J. P. Morgan и Renaissance Capital.

Лучшей сделкой Армении этого года признана первая сделка по кросслистингу Юнибанка, 5.25% 15NOV2022, USD, участниками которого стали AMX (Фондовая биржа Армении) и Московская биржа.

Победителем в номинации «Лучшая сделка первичного размещения Грузии» стал выпуск KakhetianTraditionalWinemaking, 9% 29DEC2022, USD, организованный Galt&Taggart.

«Лучшей сделкой первичного размещения Азербайджана», по мнению участников голосования, стали два транша AzerGold, 4% 9SEP/15NOV2023, USD, единственным организатором которого выступил Pasha Capital.

Лидером в номинации «Лучшая сделка первичного размещения Узбекистана» стало размещение долларового выпуска еврооблигаций Национального банка внешнеэкономической деятельности Республики Узбекистан, 4.85% 21OCT2025, USD, организаторами выступили Citigroup, Natixis, SMBC Nikko Capital и Газпромбанк.

Поздравляем победителей!