

Одесса,

17 июня 2011



# **Белорусский облигационный рынок: тенденции развития и новые возможности для инвесторов**

Сергей Муханов,  
Директор Департамента международных и  
фондовых операций

## Есть ли в принципе рынок облигаций в Беларуси?

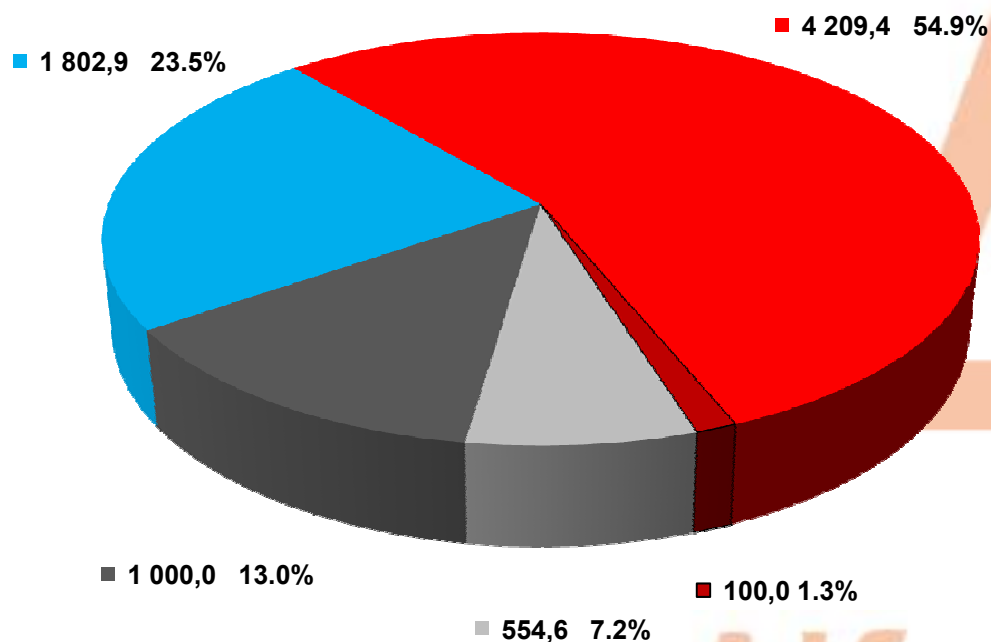
По состоянию на 1 апреля 2011 года объем выпущенных облигаций, обращающихся на местном рынке в РБ составил **29.6 триллионов белорусских рублей** или около **9.7 млрд. долларов США**, номинальная стоимость суверенных и корпоративных еврооблигаций составила 2,13 млрд. долларов, таким образом приводя общий объем облигаций, выпущенных белорусскими эмитентами к сумме более **11,8 млрд. долларов США** в эквиваленте.

### Сравнительная характеристика размера рынка облигаций с соседними странами

	Население, человек	Объем облигаций в обращении ( <b>местный рынок</b> ), млрд. долл. США*	Облигаций на душу населения, USD
Российская Федерация	141,900,000	180.62	1273
<b>Беларусь</b>	9,681,000	9.7	<b>1003</b>
Украина	45,859,818	17.05	372

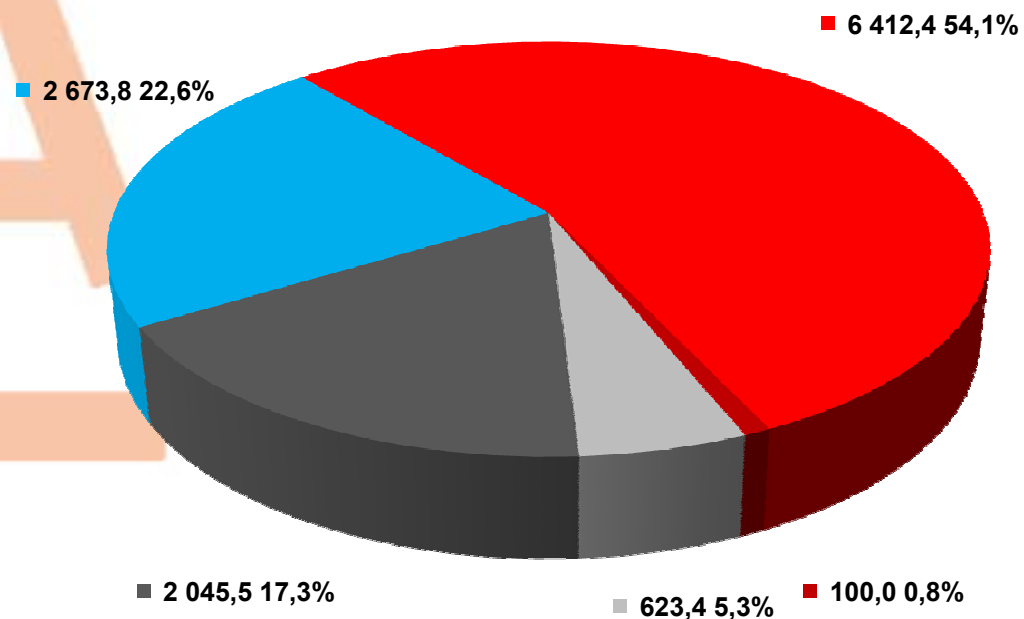
# Структура белорусского рынка облигаций, млн. долл. США

По состоянию на 01.01.2011



- корпоративные облигации (местный рынок)
- корпоративные еврооблигации
- ГКО/ГДО
- суверенные еврооблигации
- муниципальные облигации

По состоянию на 01.04.2011



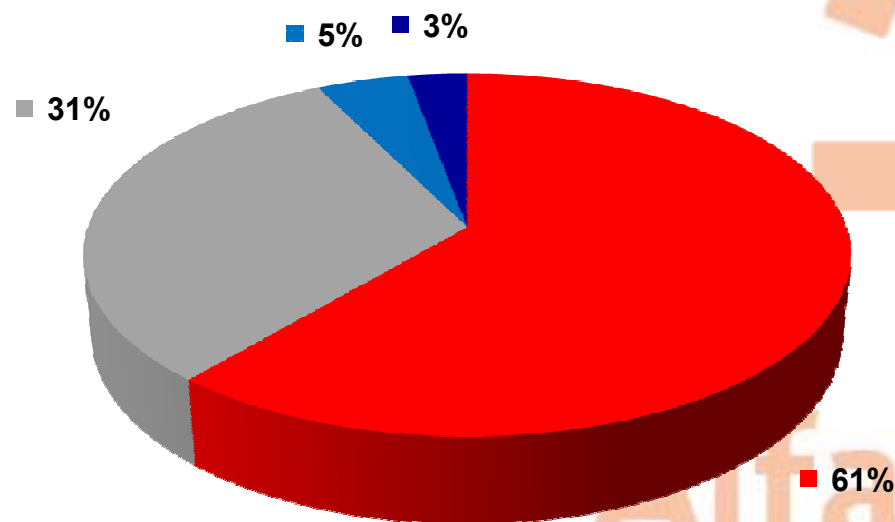
- корпоративные облигации (местный рынок)
- корпоративные еврооблигации
- ГКО/ГДО
- суверенные еврооблигации
- муниципальные облигации

## Валютная структура рынка облигаций

Основную долю рынка занимают выпуски, номинированные в белорусских рублях, причем доля выпусков в BYR увеличивается. Тем не менее, валютные выпуски присутствуют даже на местном рынке:

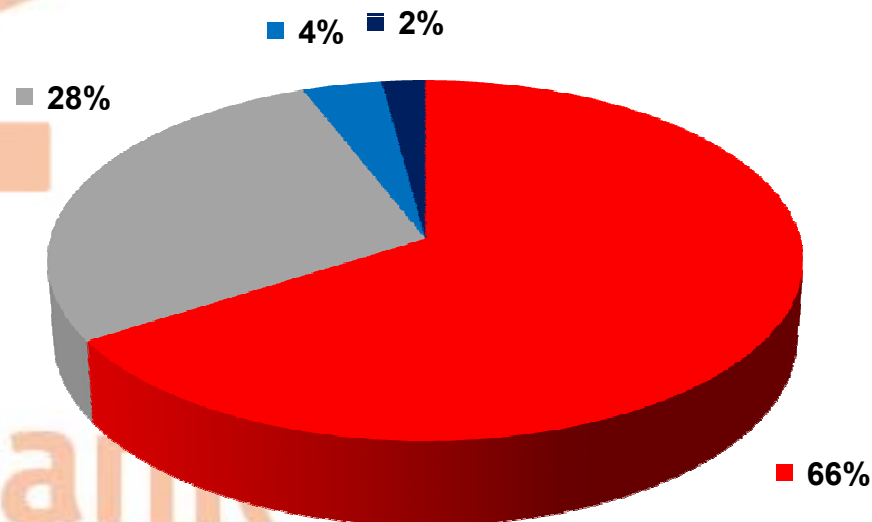
BYR: 23,8 трлн.; USD: 1 438,1 млн. + 1,9 млрд. - еврооблигации; EUR: 319,8 млн.; RUB – 7,03 млрд. – в том числе 7 млрд. - суверенные облигации на рынке РФ

Валютная структура на 01.01.2011



■ BYR ■ USD ■ EUR ■ RUB

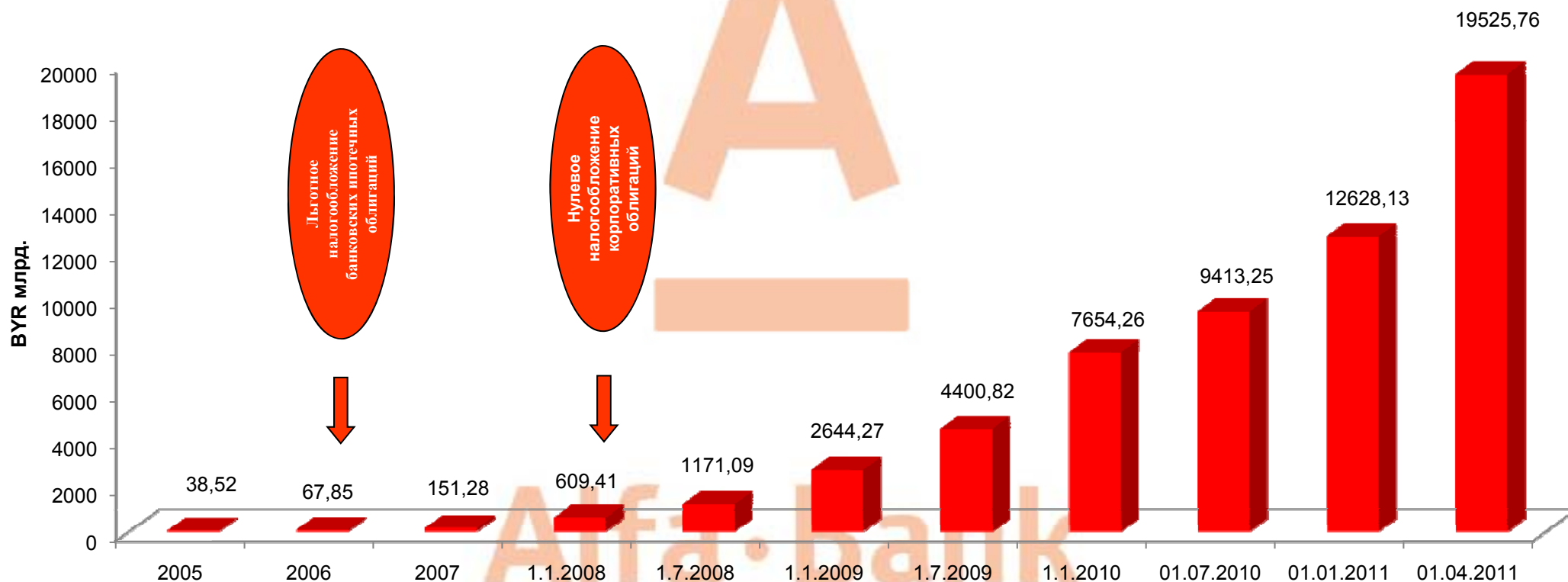
Валютная структура на 01.04.2011



■ BYR ■ USD ■ EUR ■ RUB

## Корпоративные облигации – движущая сила всего рынка

Локомотивом роста белорусского рынка являются корпоративные облигации. За последние 5 лет объем рынка корпоративных облигаций вырос в **288 (!)** раз, с начала 2008 года – в **32** раза и достиг показателя более 19,5 трлн. рублей или **6,4 млрд.** долларов США в эквиваленте (по курсам на 01.04.2011) (**4,7 млрд.** долларов США в эквиваленте (по курсам на 13.06.2011))



# Характеристика рынка облигаций Республики Беларусь

- льготное налогообложение: доходы о погашения корпоративных облигаций и их продажи в пределах текущей стоимости не облагаются налогом на доходы
- отсутствие дефолтов
- практически все корпоративные облигации обеспечены (за исключением банковских выпусков)

По белорусскому законодательству корпоративные облигации должны обеспечиваться\*:



\* За исключением облигаций банков и биржевых облигаций

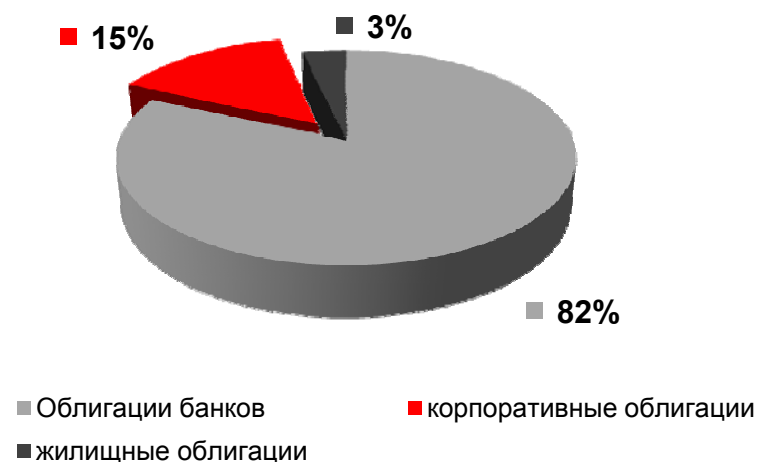
# Характеристика рынка облигаций Республики Беларусь

➤ банки имеют доминирующее присутствие на рынке, как в качестве эмитентов (82% рынка корпоративных облигаций), так и в качестве инвесторов, в тот же момент в последнее время наблюдается тенденция к росту доли заемщиков из корпоративного сектора:

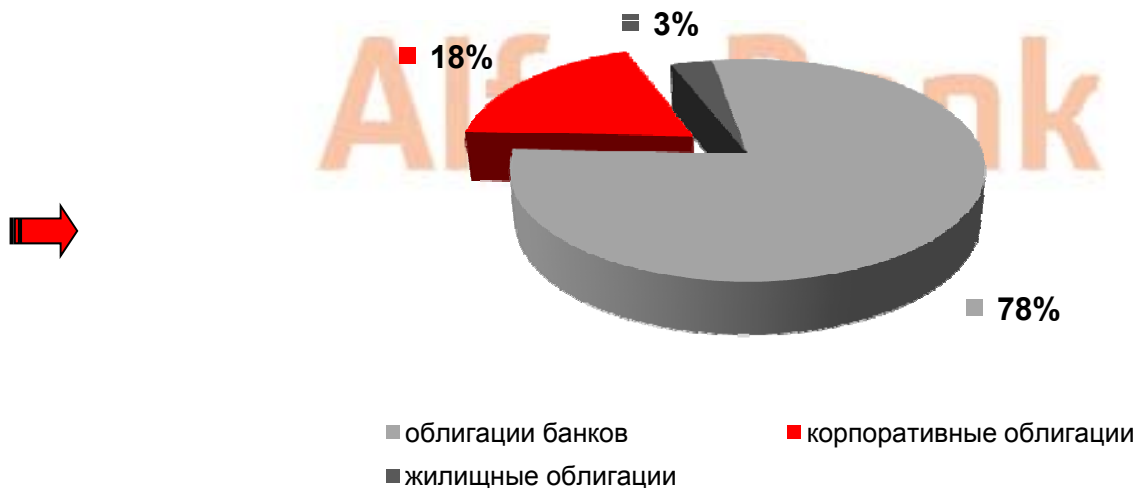
Структура рынка корпоративных облигаций на 01.07.2010



Структура рынка корпоративных облигаций на 01.01.2011



Структура рынка корпоративных облигаций на 01.04.2011



## Характеристика рынка облигаций Республики Беларусь



- короткие сроки выпусков: 1,5-2 – до 3 лет с годовыми или полугодовыми и даже ежеквартальными офертами
- относительно небольшие объемы выпусков: сумма крупнейшего корпоративного (небанковского) выпуска составляет 20 млн. долларов США
- отсутствие ликвидности

	Jan-10	Apr-10	Jul-10	Oct-10	Dec-10	Apr-11
Объем вторичных торгов корпоративными облигациями (биржевой и внебиржевой), млрд. руб.*	595.8	992.6	453.5	740.1	974.7	686.9
Стоимость корпоративных облигаций в обращении, млрд. руб.	7654.26	8063.02	9413.34	9544.21	12628.13	19525.76
Оборачиваемость облигаций / месяц	0.078	0.123	0.048	0.077	0.077	0.035
Полный оборот выпуска (месяцев)	12,8	8,1	20,8	13,0	13,0	28,6

- недостаточная прозрачность, слабая информационная поддержка
- технический характер большинства выпусков
- незначительное число эмитентов – «хороших имен»

\* данные с сайта НБРБ



## Необходимые условия для развития полноценного рынка облигаций

- **новый класс инвесторов**
- **создание полноценного вторичного рынка**
- **ликвидность вторичного рынка**
- **маркет-мейкинг**
- **развитие инфраструктуры**
- **публичные выпуски хороших имен**

## Заимствования на внешних рынках: начало пути



В июле – августе 2010 года Республика Беларусь в два этапа разместила на открытом рынке дебютный выпуск еврооблигаций со следующими параметрами:

### I этап:

**Объем размещения (ном.):** USD 600 млн.

**Ставка купона:** 8.75% (фиксированная)

**Периодичность уплаты купона:** 6 мес.

**Цена размещения:** 99,011% от номинала

**Доходность к погашению (YTM):** 9% годовых

**Дата размещения:** 26 июля 2010

**Дата погашения:** 3 августа 2015

**Рейтинг (M/S&P/F):** B1/B+/-



**Переподписка в 3 раза**

### II этап:

**Объем размещения (ном.):** USD 400 млн.

**Ставка купона:** 8.75% (фиксированная)

**Периодичность уплаты купона:** 6 мес.

**Цена размещения:** 102% от номинала

**Доходность к погашению (YTM):** 8,251% годовых

**Дата размещения:** 9 августа 2010

**Дата погашения:** 3 августа 2015



**Переподписка в 3,5 раза**

## Заимствования на внешних рынках: начало пути



Ноябрь 2010: выпуск LPN Белагропромбанка со следующими параметрами:

**Объем размещения (ном.):** USD 100 млн.  
**Ставка купона:** 9.95% (фиксированная)  
**Периодичность уплаты купона:** 6 мес.  
**Цена размещения:** 100% от номинала  
**Дата размещения:** 2 ноября 2010  
**Дата погашения:** 2 ноября 2013  
**Рейтинг при размещении (M/S&P/F):** B2/B+/B

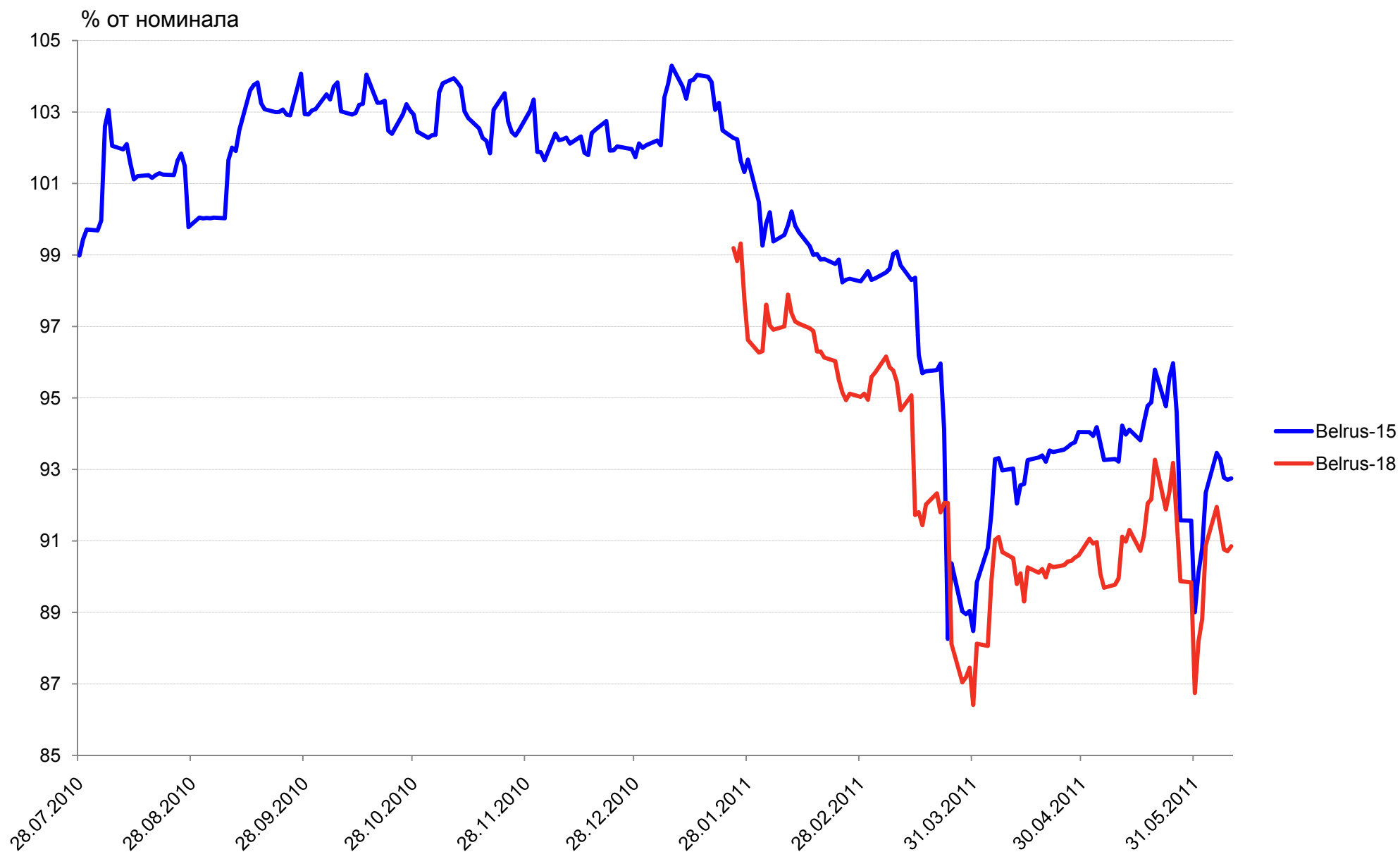
Январь 2011: второй выпуск суверенных облигаций РБ со следующими параметрами:

**Объем размещения (ном.):** USD 800 млн.  
**Ставка купона:** 8.95% (фиксированная)  
**Периодичность уплаты купона:** 6 мес.  
**Цена размещения:** 100% от номинала  
**Дата размещения:** 19 января 2011  
**Дата погашения:** 19 января 2018  
**Рейтинг при размещении (M/S&P/F):** B1/B+/-

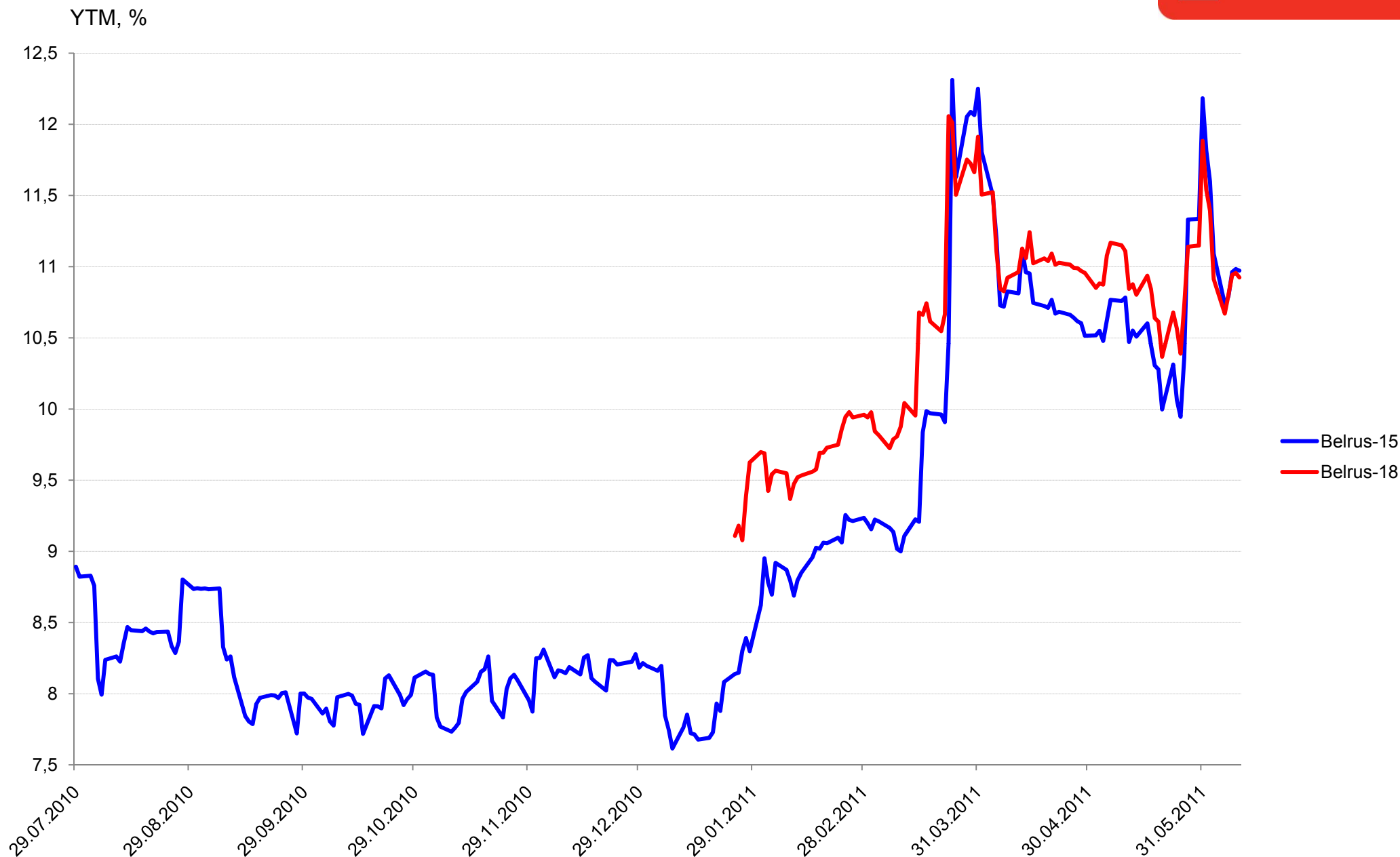


Переподписка в 3,5 раза

## Динамика цены суверенных еврооблигаций



# Динамика доходности суверенных еврооблигаций



## Факторы, определяющие динамику цен на суверенные еврооблигации РБ

### 1. Объективные (макроэкономические)

- более быстрый рост, чем в странах - основных торговых партнерах на протяжении длительного периода времени
- реальные доходы населения росли более высокими темпами, чем производительность труда
- мягкая денежно-кредитная (рост рублевой денежной базы на 53%, падение ставок кредитования в BYR на 8 п.п.) и бюджетная политика (дефицит бюджета -2,6% ВВП) в 2010 году



Избыточный внутренний спрос, не удовлетворенный за счет внутреннего производства

Составляющие экономического роста Республики Беларусь

	2007	2008	2009	2010	2009				2010			
					1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.
ВВП, % г/г	8,6	10,2	0,2	7,6	1,1	-0,4	-0,8	1,0	4,0	8,9	6,7	10,3
Расходы на конечное потребление, в т.ч.	7,0	9,1	0,0	6,1	2,9	-0,7	-1,7	0,0	2,5	8,0	5,0	8,1
домашних хозяйств	7,1	9,1	0,1	5,9	2,9	-0,6	-1,6	0,1	2,6	7,9	4,8	8,2
Валовое накопление	5,6	10,3	-1,2	6,5	3,4	2,6	-2,7	-6,7	-1,8	4,4	8,9	12,7
Внутренний спрос	12,6	19,5	-1,2	<b>12,6</b>	6,3	1,9	-4,4	-6,7	0,9	12,4	13,9	<b>20,8</b>
Чистый экспорт товаров и услуг	-1,5	-9,4	2,1	-4,0	-6,4	-2,8	4,6	10,4	3,6	-2,7	-7,5	-7,4
Статистические расхождения	-2,5	0,2	-0,7	-1,1	1,1	0,5	-1,1	-2,7	-0,5	-0,8	0,3	-3,1

- сохранение стабильного обменного курса при значительном росте ВВП
- изменение механизма ценообразования при поставках энергоносителей из РФ (Сальдо по нефти, нефтепродуктам и газу ухудшилось на \$4.4 млрд. с 2003 года (с -\$0.7 млрд. до -\$5,1 млрд.)



Существенное отрицательное сальдо текущего счета платежного баланса (8,5 млрд. долларов или 15,5% ВВП в 2010 году, 2,8 млрд. за январь – апрель 2011 г.)



Значительное снижение золотовалютных резервов (с 5,7 млрд. долларов на конец декабря 2010 г. до 3,7 млрд. на начало мая 2011 г.)

### 2. Субъективные

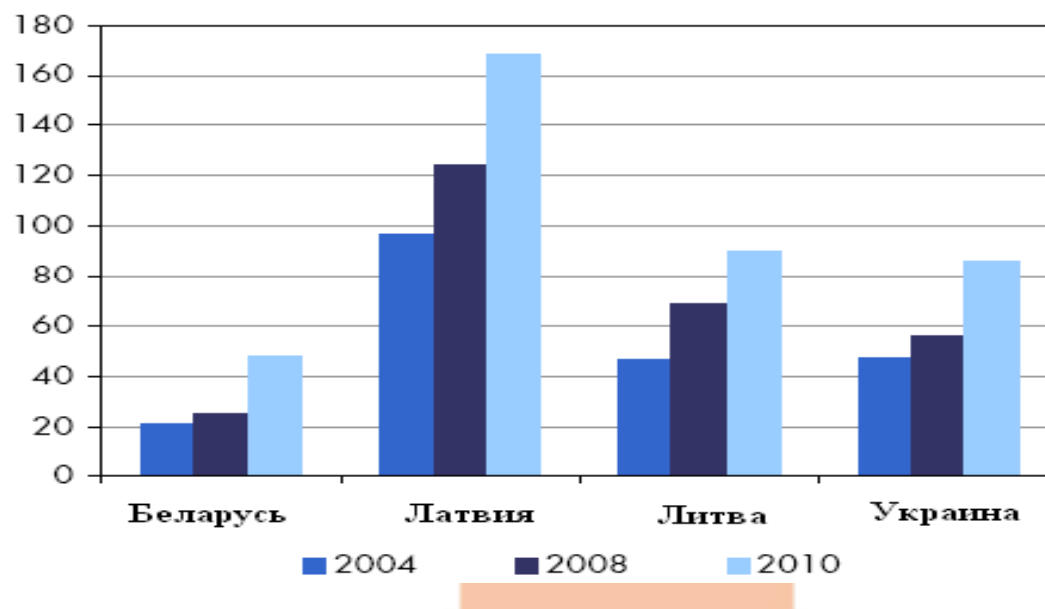
- конкуренция со стороны новых выпусков суверенных облигаций стран-соседей
- недостаточная информированность участников рынка о макроэкономической ситуации в Республике Беларусь
- слабая аналитическая поддержка
- размытый уровень поддержки
- отсутствие местных игроков, в том числе и в силу технологических причин (особенности депозитарного учета)
- короткие продажи



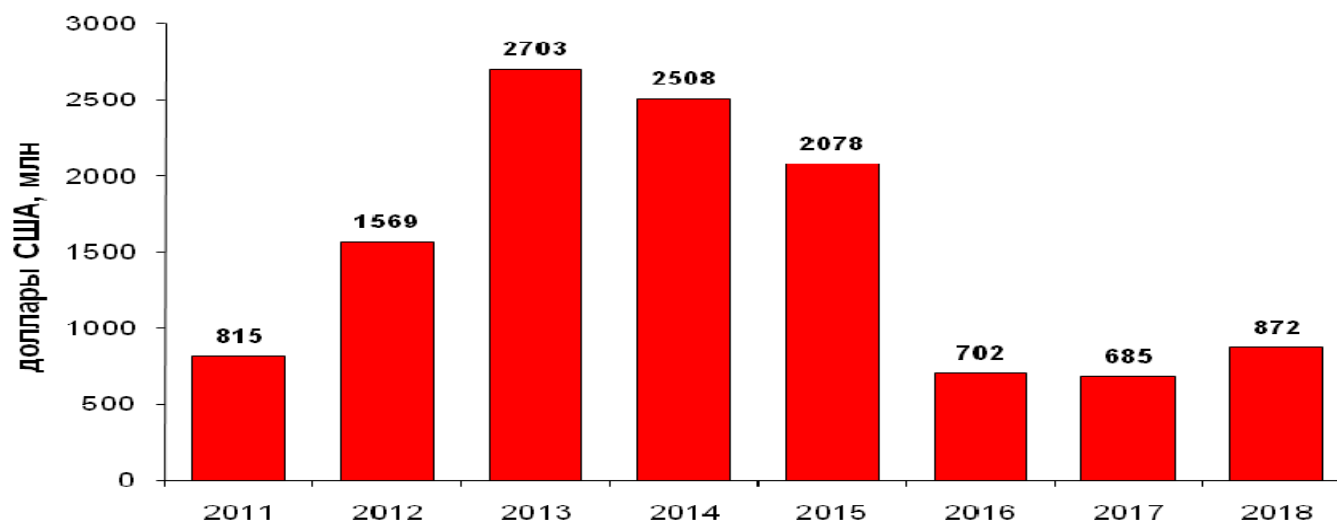
Значительная волатильность, неоправданно завышенная чувствительность рынка к новостному фону

## Размер внешнего долга Беларуси продолжает оставаться комфортным

**Валовый внешний долг (% ВВП)**



**Ежегодные погашения (основной долг и проценты)  
государственного долга**





## Макроэкономические меры правительства



- ❖ Девальвация национальной валюты (официальная девальвация составила 56%)
- ❖ Ужесточение монетарной политики (рост ставки рефинансирования составил 4 п.п. с 12 до 16% за короткий период времени и, судя по всему, продолжится), сокращение денежной массы, ограничение льготного кредитования
- ❖ Сокращение бюджетных расходов (дефицит бюджета не превысит 1,5% против запланированных 3%)
- ❖ Приостановка инвестиционных проектов, в первую очередь не производственного назначения и не ведущих к росту экспорта
- ❖ Приватизация
- ❖ Замораживание заработных плат в бюджетных секторах и привязка оплаты труда к производительности труда в реальном секторе
- ❖ Увеличение золотовалютных резервов

## Прогноз суверенной платежеспособности



- ❖ По нашим оценкам, эффект от девальвации составит ок. 2,5 млрд. долларов, отрицательное сальдо торгового счета в 2011 – ок. 6-7 млрд., долларов, из которых 2,8 млрд. уже накоплено
- ❖ В среднесрочной перспективе запущенные инвестиционные программы, в том числе направленные на повышение энергоэффективности экономики, смогут в значительной мере улучшить ситуацию с дефицитом торгового счета
- ❖ Счет капитальных операций: продолжение заимствований:
  - кредит из антикризисного фонда ЕврАзЭС на 3 млрд. долларов (1,24 млрд. – в 2011, 760 млн. – в 2012, 1 млрд. – в 2013) на 10 лет под привлекательную ставку
  - обращение за очередной программой в МВФ на 3,5 – 8 млрд. долларов
  - товарный кредит Уралкалия на 1 млрд. долларов
- ❖ Программа приватизации:
  - продажа 50% пакета Беларуськалия за 15 млрд. долларов
  - продажа 50% пакета в Белтрансгазе за 2,5 млрд. долларов
  - продажа 51% пакета в МТС
  - сделка по слиянию МАЗа и КамАЗа и др.



Вероятность неисполнения обязательств по суверенным еврооблигациям стремится к нулю, особенно с учетом размера имеющегося на рынке суверенного долга



Торговая рекомендация – **покупать** суверенные евробонды Республики Беларусь, прежде всего **Belrus-15**, на текущих уровнях и удерживать в портфеле.

## Тенденции развития и инвестиционные возможности на внутреннем рынке корпоративных облигаций



- ❖ дальнейшее сокращение доли валютных облигаций
- ❖ рост ставок на фоне ужесточения монетарной политики, преобладание плавающих ставок. Наблюдаются новые выпуски банковских облигаций с купоном на уровне ставки рефинансирования НБРБ + 5 п.п. (или, на текущий момент, 21% годовых)
- ❖ прогноз на дальнейший рост ставки рефинансирования
- ❖ сокращение сроков обращения новых выпусков и сроков оферт
- ❖ прогноз сокращения разрыва между рыночным и официальным обменным курсом белорусского рубля в среднесрочной перспективе за счет профицита финансового счета платежного баланса



### Торговая идея:

- продажа валюты за белорусские рубли по рыночному курсу
- вложение в облигации, номинированные в белорусских рублях (преимущественно банков) на срок 1-1,5 года (либо длиннее при наличии 3-6 месячных оферт)
- выход из позиции по рыночному курсу при реализации бумаг (прогноз на стагнирование рыночного курса в течение продолжительного периода)



Прогнозируемая доходность вложения – **18-20%** годовых в валюте и выше

## Выпуск на российском рынке vs. Выпуск на местном рынке

### Pro's:

- + белорусский риск понятен инвесторам и может быть адекватно оценен
- + избыточная ликвидность на рынке и, как следствие, низкая стоимость заимствования
- + беззалоговое финансирование
- + адекватные затраты на организацию выпуска
- + приемлемая стоимость заимствования при использовании механизма валютно-процентного свопа
- + стремление Москвы стать мировым финансовым центром – создание необходимых процедур для выпуска нерезидентами облигаций на российском рынке

### Contra's:

- значительные временные затраты на организацию и размещение выпуска
- относительно новая процедура выпуска
- необходимость получения рейтинга (опционально, но крайне желательно)

## Преимущества вложения в облигации белорусских эмитентов на российском рынке для местных инвесторов



- ❖ минимальный рыночный размер выпуска – от 1 млрд. рос. рублей и выше – предполагает, что на рынок изначально смогут попасть только крупные белорусские компании с устойчивым финансовым положением
- ❖ многие белорусские компании ведут активный бизнес с РФ, соответственно, их риск более понятен российскому инвестору
- ❖ с учетом текущей макроэкономической ситуации белорусским заемщикам придется платить существенную премию за риск, на которую может налагаться премия за дебютные выпуски, что в результате даст очень привлекательную доходность по сравнению с выпусками местных эмитентов
- ❖ можно предполагать, что сроки обращения дебютных выпусков будут короче местных выпусков



- наблюдается интерес к инструменту со стороны крупных белорусских предприятий
- осенью можно ожидать первые выпуски на российском рынке



Интересная инвестиционная возможность – вложения в облигации крупных белорусских предприятий-экспортеров в российских рублях, размещаемых на внутреннем российском рынке

## **СЕРГЕЙ МУХАНОВ**

Директор Департамента  
международных и

фондовых операций

Тел. +375 17 217 64 68

E-mail: [sergey.mukhanaw@alfa-bank.by](mailto:sergey.mukhanaw@alfa-bank.by)

---

## **АННА ДЕМЧЕНКО**

Заместитель Начальника

Отдела фондовых операций

Тел. +375 17 210 48 85

E-mail: [anna.demchenko@alfa-bank.by](mailto:anna.demchenko@alfa-bank.by)

---

## **ОЛЕГ АНДРЕЕВ**

Главный специалист по сделкам Слияния  
и Поглощения

Тел. +375 17 210 48 85

E-mail: [oleg.andreev@alfa-bank.by](mailto:oleg.andreev@alfa-bank.by)

---

## **СЕРГЕЙ СЕМЕНЯК**

Ведущий специалист

Доверительное управление активами

Тел. +375 17 210 48 85

E-mail: [sergey.semenyak@alfa-bank.by](mailto:sergey.semenyak@alfa-bank.by)

---

**ЗАО «Альфа-Банк»**

Республика Беларусь, Минск,

Ул. Мясникова 70

Тел. + 375 17 217 64 68