



IX Российский
облигационный конгресс

8—9 декабря 2011

Санкт-Петербург, гостиница Holiday Inn

Перспективы долгового рынка стран СНГ в
2012 году: Казахстан, Беларусь, Азербайджан

Главный аналитик
UFS Investment Company
Дмитрий Назаров

Долговые рынки стран СНГ – типичные представители развивающихся рынков.

Им присущи общие черты большинства других emerging markets:

- ✓ в целом более высокие кредитные риски эмитентов, чем на развитых рынках;
- ✓ ограниченная ликвидность;
- ✓ более высокая ценовая волатильность рыночных инструментов



В среднем более высокая доходность облигаций



В 2011 году долговые рынки стран СНГ развивались крайне неравномерно. В первой половине 2011 года наблюдался высокий спрос на облигации эмитентов стран СНГ.

Факторы высокого спроса:

- 1) Проводимая в развитых странах мягкая монетарная политика;
- 2) Рост цен на рынках сырья и металлов;
- 3) Улучшение кредитного качества заемщиков из стран СНГ.

На вторичном рынке это привело:

- ✓ к постепенному снижению доходностей большинства долговых инструментов;
- ✓ к сужению спредов к облигациям развитых рынков, между корпоративными и суверенными выпусками.

На первичном рынке:

- ✓ сохранялся высокий объем размещений;
- ✓ ставки заимствований падали.



Во второй половине 2011 года спрос на активы стран СНГ значительно снизился.

Факторы:

- ✓ окончание программы «QE2» в США;
- ✓ распространение долгового кризиса в еврозоне на устойчивые страны и банковскую систему;
- ✓ кризис доверия и локальные дефициты ликвидности;
- ✓ угроза рецессии в мировой экономике.

Последствия для вторичного рынка:

- ✓ падение ликвидности, расширение bid-ask спредов;
- ✓ значительный рост волатильности;
- ✓ рост доходностей, расширение спредов к облигациям развитых рынков.



Долговые рынки стран СНГ в 2011 году

Последствия для первичного рынка:

- ✓ по сути оказался закрыт для большинства эмитентов на многие месяцы;
- ✓ возможность привлекать только «короткие деньги» высокочлассными эмитентами (ЕСР Газпрома).

**Объем размещений еврооблигаций странами CIS,
млн. долл.**



Источник: Cbonds

В результате объемы размещений на первичном рынке за 2011 год оказались хуже, чем за 2010.



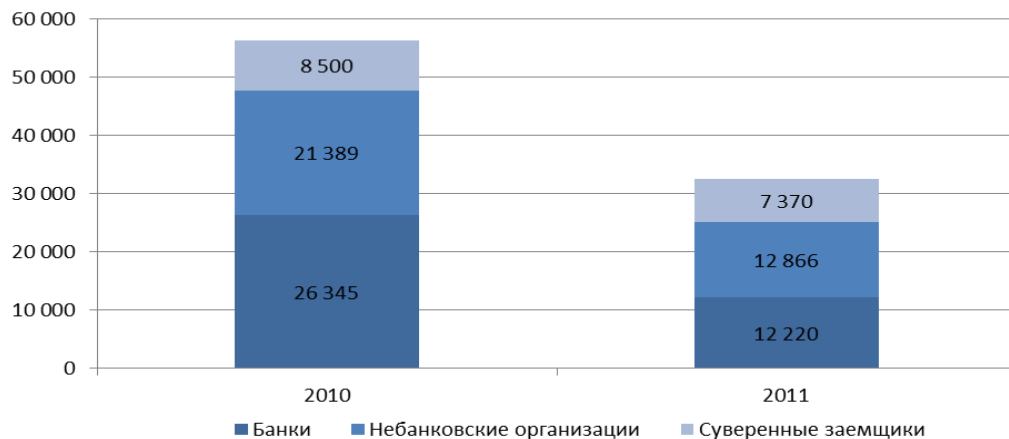
Долговые рынки стран СНГ в 2011 году

Падение первичного предложения затронуло все сектора.

Доля банковских выпусков в общем объеме размещений сократилась с 45,2% в 2010 году до 35,5% - в 2011.

Доля выпусков суверенных заемщиков выросла с 14,0% в 2010 году до 21,4% - в 2011 году.

Объем размещений еврооблигаций эмитентами стран CIS (по секторам) млн. долл.

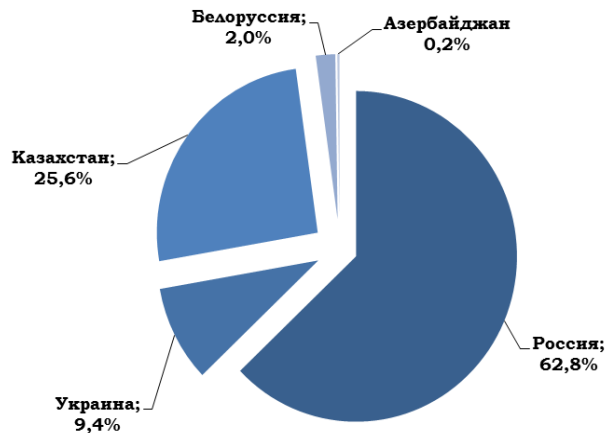


Источник: Cbonds



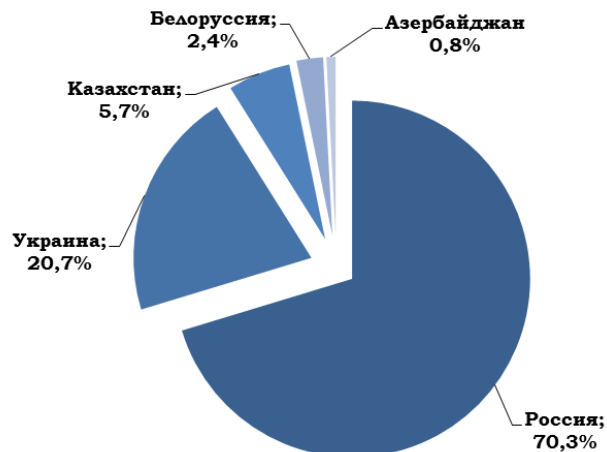
Долговые рынки стран СНГ в 2011 году

Вес стран СНГ в размещении еврооблигаций в 2010 году



Источник: Cbonds, расчеты UFS

Вес стран СНГ в размещении еврооблигаций в 2011 году



Источник: Cbonds, расчеты UFS

Вес эмитентов из России увеличился до 70,3%.

Напротив, вес размещений облигаций казахских эмитентов снизился с 25,6% до 5,7%.

Доля размещения эмитентов из Белоруссии и Азербайджана осталась на низком уровне.



Долговые рынки стран СНГ в 2012 году

В 1 полугодии 2012 года негативные факторы последних месяцев останутся доминирующими на рынке.

Наибольшая угроза – отсутствие позитивных изменений на долговом рынке еврозоны.



Приток капитала на развивающиеся рынки, в том числе на рынки СНГ, останется низким.



Первичный рынок останется открыт только для высококлассных заемщиков.

На вторичном рынке сохранится высокая волатильность, сильные ценовые колебания в рамках широкого диапазона.

Изменить ситуацию могут:

- ✓ новые программы монетарного стимулирования в США;
- ✓ более решительные меры по преодолению еврокризиса (единые евробонды, выкуп ЕЦБ суверенных облигаций).



В 2011 году макроэкономическая ситуация в Казахстане продолжала улучшаться.

По итогам 9 месяцев:

- ✓ темп роста ВВП составил 7,0% (г/г);
- ✓ сальдо счета текущих операций положительное 3 квартала подряд и составило \$9,3 млрд.;
- ✓ сальдо по счету притока прямых инвестиций – \$6,3 млрд.;
- ✓ объем международных резервов вырос на 4,7% относительно начала года, до \$32,6 млрд.;
- ✓ наблюдается бюджетный профицит на уровне 128,8 млрд. тенге или 0,7% от ВВП;
- ✓ государственный долг к ВВП составляет 18,7%.

Основная причина – увеличение добычи нефти и рост цен на нее.

В ноябре повышен суверенный рейтинг от S&P до BBB+/Стабильный и от Fitch до BBB/Позитивный.



В 2012 году экономическая ситуация останется стабильной.

Устойчивость к внешним шокам у Казахстана значительно выросла, по причине:

- ✓ высокого объема накопленных резервов Нацбанка Казахстана, а также Национального фонда Казахстана (около \$51 млрд. на начало ноября 2011);
- ✓ низкого объема внешнего суверенного долга;
- ✓ снижение зависимости банковского сектора от внешних заимствований;

Ограничениями экономики остаются:

- ✓ сильная зависимость от нефти (60% экспорта);
- ✓ слабое восстановление банковского сектора, высокий объем «плохих активов» на банковских балансах.



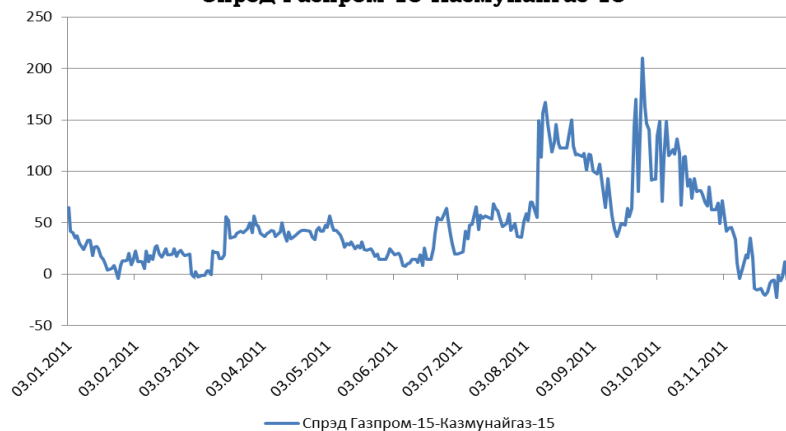
Долговой рынок Казахстана в 2011 году

Лидеры роста/падения за год

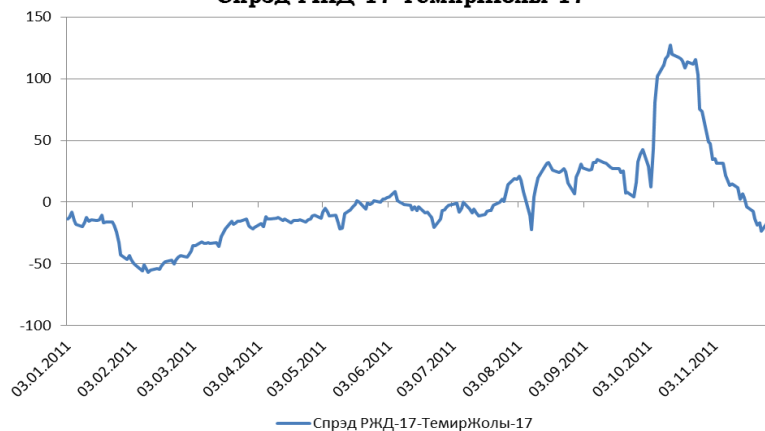
Эмитент	Изменение цены
Казахголд-13	6,20%
Банк развития Казахстана-16	5,51%
Казмунайгаз-20	4,43%
Жаикмунайгаз-15	3,78%
Казмунайгаз-18	3,27%
Центркредит-14	-3,60%
Казмунайгаз-13	-3,69%
АТФ-банк-12	-3,71%
АТФ-банк-14	-11,92%
АТФ-банк-16	-16,13%
БТА-банк-25	-76,29%

Спрэды к российским аналогам

Спрэд Газпром-15-Казмунайгаз-15



Спрэд РЖД-17-ТемирЖолы-17



Объем размещений на первичном рынке упал почти на 88,0%.

Было осуществлено 8 эмиссий, все – банковскими организациями в первой половине года.

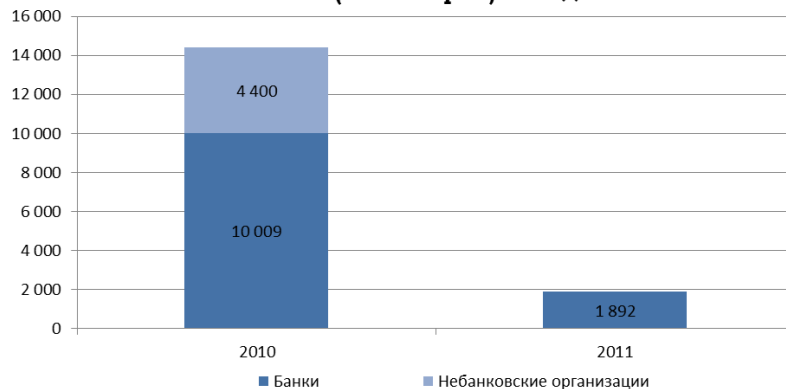
Самые крупные выпуски:

- ✓ Банк Развития Казахстана-2015 (\$777 млн.);
- ✓ Казкомерцбанк-2018 (\$500 млн.).

Причины:

- ✓ ухудшение рыночной конъюнктуры во 2-ой половине года;
- ✓ отсутствие необходимости у государственных небанковских организаций новых заимствований.

Объем размещений еврооблигаций эмитентами Казахстана (по секторам) млн. долл.



Источник: Cbonds



В 2012 году спрос на облигации эмитентов из Казахстана будет определяться состоянием внешних рынков.

В первой половине года спрос останется слабым ввиду проблем, отмеченных выше.

Среди инвестиционных идей отметим: КазмунайГаз-13 (доходность – 3,5%), Тенгизшевройл-14 (доходность – 4,5%) и Халык-банк-13 (доходность – 5,5%).

В 2012 году объем погашаемой задолженности составит около \$1 628 млн. Из них \$924,5 млн. – погашение по еврооблигациям Казкоммерцбанка.

Ожидаем, что сделки на первичном рынке появятся не ранее конца второго квартала.

Наиболее ожидаемое размещение 2012 года – суверенные евробонды Казахстана:

- ✓ еврооблигации объемом \$1 000 млн.;
- ✓ облигации сукук на \$500 млн.

Полагаем что проблем со спросом у Казахстана не возникнет.



В 2011 году Белоруссия столкнулась с серьезными экономическими сложностями.

Среди основных причин выделяем:

- ✓ высокий дефицит по счету текущих операций;
- ✓ падение уровня золотовалютных резервов;
- ✓ рост зарплат в гос. секторе, который привел к высокой инфляции;
- ✓ ограничения на валютном рынке (появление множественных валютных курсов).

К осени 2011 года мы констатируем стабилизацию макроэкономической ситуации.

Среди позитивных моментов выделим:

- ✓ сокращение отрицательного сальдо внешней торговли (почти до нуля в 3 кв.);
- ✓ приток по счету операций с капиталом за счет кредита от ЕврАзЭС;
- ✓ девальвация национальной валюты, выход на единый рыночный валютный курс;
- ✓ проводимая приватизация;
- ✓ активные интеграционные процессы с Россией и Казахстаном.



В 2012 году мы ожидаем стабильное состояние экономики Белоруссии.

Полученные от России скидки на газ снимут давление на бюджет и платежный баланс страны.

Рост золотовалютных резервов будет обеспечен также за счет положительного сальдо внешней торговли и перечисления траншей от ЕврАзЭс.

Процесс приватизации будет идти относительно медленно.

Мы не исключаем продажи доли в ОАО «Беларуськалий» и других крупных предприятий страны.

Мы позитивно оцениваем либерализацию курса поведения и инструментария Нацбанка Белоруссии:

- ✓ переход к «управляемому плаванию» в сфере валютного регулирования;
- ✓ борьба с инфляцией – как основная задача ДКП;
- ✓ вывод реальных ставок в экономике на положительный уровень.



Долговой рынок Белоруссии

В начале 2011 года был размещен второй выпуск еврооблигаций объемом \$800 млн.

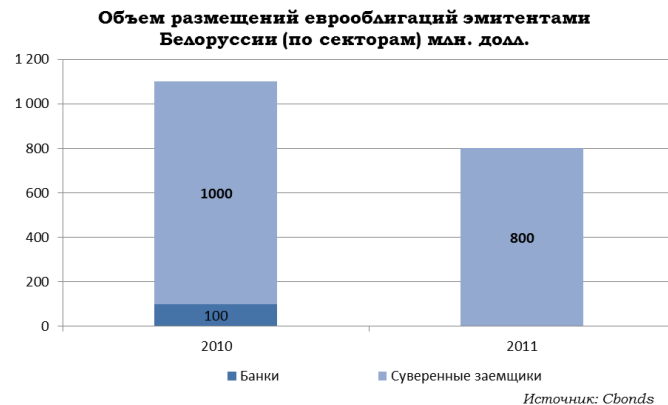
Негативный внешний фон и напряженная ситуация внутри Белоруссии закрыли рынок внешних заимствований для белорусских эмитентов.

О планах разместить еврооблигации в 2011 году заявляли 3 белорусских банка:

- ✓ Беларусбанк (срок – 3 года, объем – до \$500 млн.);
- ✓ Белагропромбанк (срок – 5 лет, объем – до \$200 млн.);
- ✓ Белвнешэкономбанк (объем – до \$150 млн.).

Размещения в 2012 году могут состояться в случае:

- ✓ стабильного улучшения экономической ситуации;
- ✓ улучшение внешнего фона на мировых рынках.



В 2011 году макроэкономическая ситуация в Азербайджане оставалась стабильной. Причина – благоприятная ситуация на мировом рынке нефти.

Среди позитивных моментов отметим:

- ✓ сальдо счета текущих операций положительное 2 кв. подряд, составляет \$10,2 млрд;
- ✓ сальдо по счету притока ПИИ положительное, составило \$490 млн.;
- ✓ объем международных резервов достиг максимума (\$7,07 млрд. по итогам октября);
- ✓ бюджетный профицит (\$44,1 млн.), около 0,7% ВВП;
- ✓ рост неуглеводородного ВВП – 8,5%;

Высокая зависимость от нефтяного сектора (около 60,0% от ВВП) – основная уязвимость экономики Азербайджана.

За 10 месяцев 2011 г. – темп роста ВВП упал до 0,3%. (в 2010 г. – 11,3%). Причина – резкое сокращение нефтедобычи.



В 2012 году экономическое состояние останется стабильным.
Падение нефтедобычи в связи с модернизацией предприятий отрасли прекратится.

Мы прогнозируем рост ВВП Азербайджана на уровне 7,0%.

Устойчивость к внешним шокам обеспечит:

- ✓ высокий объем резервов, накопленных в Государственном нефтяном фонде (\$32,2 млрд., около 75,5% от ВВП);
- ✓ низкий уровень международного долга Правительства (8,1% ВВП по итогам 6 мес. 2011 года).



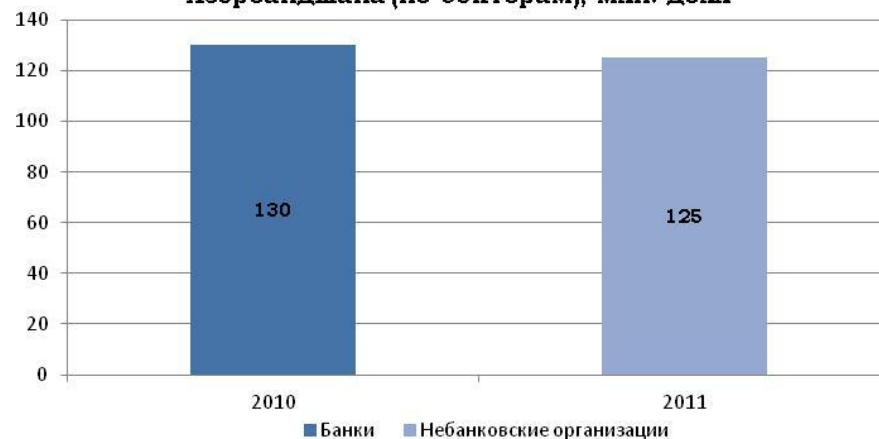
Эмитенты из Azerbaijan только начинают выходить на международный рынок заимствований.

В 2011 году состоялось одно размещение:

✓ Azerbaijanские железные дороги,
объем – \$125 млн.,
срок обращения – 5 лет.

На вторичном рынке
обращаются 4 выпуска объемом
\$380 млн.

Объем размещений еврооблигаций эмитентами
Azerbaijana (по секторам), млн. долл



Инвестиционно интересен выпуск МБА-13 (Международный банк Azerbaijan),
рейтинг эмитента – BBB- (Fitch), доходность к погашению 10,4% годовых.



Активность на первичном рынке в 2012 году будет определяться внешним фоном.

Разместить еврооблигации в 2012 году могут:

- ✓ SOCAR (Государственная нефтяная компания Азербайджана), объем займа – до \$500 млн.;
- ✓ строительная компания Akkord, объем займа – до \$150 млн.

Азербайджан отказался от дебютного суверенного займа в 2012 году, объем которого мог составить до \$500 млн.





Спасибо за внимание