СНГ: похожие проблемы разных рынков

Сергей Лялин

В этом номере журнала раздел по странам СНГ расширен — мы представляем вам не просто краткий обзор за месяц, а обзоры развития и текущего состояния рынков таких стран, как Казахстан, Азербайджан, Беларусь, Узбекистан, и сводный обзор по «малым» странам (Киргизия, Молдова, Грузия, Армения). Расширенная рубрика по СНГ приурочена к традиционной ежегодной конференции «Облигационный конгресс стран СНГ и Балтии», которая состоится 28–29 июня в Баку.

Почему мы считаем, что российскому читателю будет интересно развитие рынков СНГ? Причины две. Во-первых, это опыт — при всех сходных чертах развития рынков есть много особенностей и специфичных для данной страны инструментов. В Казахстане, например, корпоративные облигации выпускаются преимущественно с привязкой к инфляции, в Украине большое распространение получили целевые «строительные» бумаги и т.д. Опыт развития рынков других стран может быть интересен с точки зрения его переносимости на российскую почву, особенно если это опыт не «далеких» (не с точки зрения географии, а по степени развития рынков) США и Европы, а намного более «близких» стран СНГ, где развитие финансовых рынков началось примерно в то же время, что и в России. Во-вторых, рынки облигаций стран СНГ могут быть интересны с точки зрения инвестиционных возможностей. Украинскому рынку была посвящена специальная секция в апрельском выпуске, но и кроме Украины на просторах СНГ есть интересные рынки и интересные темы. На рынке облигаций Азербайджана можно найти бумаги неплохих эмитентов с доходностью 13–14% в манатах. Добавьте к этому 5% годовых ожидаемого укрепления маната — и получите весьма интересную альтернативу российскому рынку…

На самом деле, о рынках СНГ все труднее говорить как о некой единой категории — они становятся все более и более разными. Если российский рынок уже можно считать вполне развитым как с точки зрения его абсолютного объема, так и с точки зрения количества участников, инфраструктуры и т.д., то состояние рынков облигаций во многих «малых» странах остается на «зачаточном» уровне, когда рынок представлен исключительно краткосрочными госбумагами, используемыми местными банками в качестве инструмента размещения краткосрочных ресурсов. Сильно отличаются рынки и по своей инвестиционной привлекательности. Если такие страны, как Россия, Украина, Азербайджан, получают приличный приток иностранных денег на свои рынки, то на рынках Казахстана или Узбекистана иностранцев фактически нет (в Казахстане по причине неинтересности ставок, в Узбекистане из-за регулятивных сложностей).

Но все же есть ряд общих для большинства стран черт — а вернее сказать, ряд общих проблем. Первая проблема, характерная для всех стран, возможно, за некоторым исключением России, — это низкая ликвидность рынка. Даже в Казахстане, где рынок по своему объему с точки зрения масштаба экономики намного больше, чем в России, вторичный рынок облигаций остается низколиквидным. Не многим лучше ситуация и в Украине, а в «малых» странах фактически единственной стратегией является buy-and-hold. Вторая проблема — несбалансированность структуры инвесторов. Перекосы могут быть в разные стороны. В большинстве стран основными, а зачастую и единственными инвесторами являются банки — соответственно, как только снижается ликвидность в банковской системе, сразу же пропадает ликвидность и на рынке облигаций. В Казахстане другая крайность: там доминируют «институциональные инвесторы» в лице НПФ. Казалось бы, вот они, длинные деньги! Но оборотной стороной длинных денег является отсутствие ликвидности на вторичном рынке — в итоге внутренний рынок казахстанских облигаций малоинтересен кому-то, кроме самих НПФ.

Хорошей новостью является то, что практически во всех странах рынки облигаций показывают развитие. Где-то быстрее, где-то медленнее, но оно идет почти во всех странах, и это внушает определенный оптимизм. Растет база инвесторов (в частности, вслед за Россией, в Украине и Казахстане начала достаточно активно развиваться индустрия коллективных инвестиций), расширяется инструментарий (к примеру, в Украине в 2007 году прошла первая сделка секьюритизации ипотечных кредитов), совершенствуется законодательство и инфраструктура. И здесь российский (и отчасти казахский) рынок, безусловно, выполняет роль «флагмана» для рынков других стран СНГ — образца и ориентира того, к чему стоит стремиться.

Плохой новостью является то, что степень интеграции рынков облигаций стран СНГ остается весьма и весьма низкой. Лишь единичные российские инвесторы реально имеют позиции в бондах других стран Содружества, несмотря на всю кажущуюся привлекательность с точки зрения ставок. А объем кроссграничных операций между другими странами СНГ (скажем, объем вложений украинских инвесторов в азербайджанские бумаги), думаю, вообще близок к нулю. Есть, правда, определенные сигналы того, что процесс «сдвинулся с мертвой точки». Российские инвестбанки открывают офисы в Украине и Казахстане (в Украине работают «Тройка Диалог», «Ренессанс Капитал», ВТБ; в Казахстане есть офисы «Ренессанс Капитала» и «КИТ Финанса»), казахские банки скупают банки в других странах СНГ и т.д. В 2007 году на российский рынок облигаций вышел белорусский эмитент — компания «Полесье» (через свою дочернюю структуру в России), а также украинский кондитерский концерн «КОНТИ» (через «Кондитер-Курск», свой актив в России). Есть планы по размещению в России со стороны еще ряда белорусских, украинских и казахских эмитентов. Впрочем, размещение бумаг в России все же вряд ли должно быть основным вектором интеграции — правильнее добиваться того, чтобы российским инвесторам было легко и удобно покупать бумаги на внутренних рынках той же Украины и Белоруссии. Благо хотя бы информационная инфраструктура у рынков единая: Cbonds освещает все страны СНГ.