Татьяна Батищева,
обозреватель журнала «Капитал. Инвестиции. Технологии» (Казахстан) специально для Cbonds Review

Инвесторы ищут качества

В первые пять месяцев 2007 года казахстанский рынок корпоративных облигаций продемонстрировал не только дальнейший рост, но и сразу целый ряд интересных трендов.

Во-первых, на рынке наметилась тенденция постепенного роста доходности бондов. Еще в январе-феврале их ставка была минимальной — 8–9.5% годовых при официально объявленном уровне инфляции в 7.9% и неофициальном около 15–20% (с учетом таких волатильных показателей, как рост цен на жилую и снимаемую недвижимость). Низкая доходность бондов являлась следствием давления на рынок большого количества денег инвесторов. Основными покупателями облигаций являются негосударственные пенсионные фонды (НПФ), а их активы в среднем за месяц увеличиваются на 18–20 млрд тенге.

В конце 2006 года регулятор расширил для НПФ перечень инвестиционных инструментов с одновременным изменением схемы инвестирования. Теперь 70% активов в каждом НПФ должно вкладываться в ценные бумаги эмитентов, имеющих рейтинг не ниже BB- для казахстанских компаний и не ниже BBB- для иностранных компаний. Остальные 30% средств можно вкладывать в нерейтинговые бумаги, однако в этом случае фонды или их управляющие должны создать по ним обязательные провизии или же увеличить собственный капитал. Понятно, что в данной ситуации НПФ оказались не готовы жертвовать деньгами своих вкладчиков и учредителей, чтобы покупать бумаги более низкого качества, когда можно выйти на западные площадки и покупать рейтинговые инструменты с хорошей доходностью.

Подстегнули НПФ к более осторожным действиям и дефолты листинговых компаний. 170 млн тенге пенсионных накоплений оказались под угрозой потери после кризиса «Валют-Транзит Банка». Пенсионные фонды опять стали ставить на первое место сохранность пенсионных средств и безрисковость их инвестирования. Это привело к тому, что НПФ обратили свои взоры к госбумагам, что соответственно побудило Национальный банк увеличить выпуск нот.

В результате эйфория эмитентов от того, что на рынке много денег, потихоньку утихает. Сектор облигаций становится более цивилизованным, получить деньги частных инвесторов становится сложнее.

Сегодня НПФ хотят покупать бумаги класса «РД «КазМунайГаз» и «Казахтелеком», так как уровень ликвидности акций крупных компаний гораздо выше, чем по корпоративным бондам, поэтому НПФ, скорее всего, будут и дальше минимизировать свои лимиты вложений в облигации.

Дополнительно в страну начинают привлекаться исламские долговые инструменты, что усиливает конкуренцию за казахстанского инвестора. Это приведет к тому, что в будущем на рынке появится достаточное количество облигационных пузырей. Уже сегодня некоторые эмитенты не могут разместиться по причине крайне низкой доходности или досрочно выкупают облигации, так как им тяжело обслуживать свой долг.

Во-вторых, список KASE значительно расширился за счет новых выпусков. Если в январе 2007 года количество действующих выпусков составляло 233 эмиссии с суммарным объемом номинальной стоимости

На 1 апреля 2007 года

активы казахстанских НПФ составили **963.6 млрд тенге** (средний курс: 120 тенге за доллар)

банков второго уровня: **9573 млрд тенге**

страховых компаний: **148.9 млрд тенге**

управляющих инвестиционным портфелем: **277 млрд тенге**

брокерских компаний: **8.3 млрд тенге**

1.09 трлн тенге, то уже в апреле насчитывались 252 эмиссии на 1.2 трлн тенге. Однако это не сильно изменило структуру эмитентов облигаций. По-прежнему основными инвесторами корпоративных долговых инструментов остаются банки (53.5%) и финансовые организации (18.3% объема рынка). И процесс этот, судя по всему, продолжится, так как регулятор рынка ограничил зарубежные заимствования банков, и в сложившейся ситуации они будут вынуждены активнее занимать на внутреннем рынке, что и наблюдается в настоящее время.

За последние месяцы проценты банков по розничным кредитам выросли на 2.5%, и нынешняя ставка кредитования составляет 14.5–16% годовых, при этом максимальный срок кредитования — пять лет. Для сравнения: пятилетний облигационный займ будет «стоить» 8.5–9%. Экономия банка-эмитента очевидна, полученные на открытом рынке деньги можно будет «откредитовать» через банк. Поэтому банки продают аффилированным НПФ собственные долгосрочные облигации по низким ставкам. Сегодняшний рынок далек от реалий, и когда на него выходят бумаги небанковских организаций, им сложно размещаться. Если андеррайтер имеет отношение к НПФ, то вероятность того, что бумаги будут успешно размещены, очень высока.

Усиление позиций банков повысит риски и непрофессиональных инвесторов. По итогам апреля больше половины бондов — 57.9% — были куплены за счет средств именно таких приобретателей. Учитывая, что банковская сфера отличается тем, что проблемы одной организации больно ударят по всем игрокам, а с начала года банковская система дала повод говорить о качестве отдельных институтов, вполне возможно изменение настроений непрофессиональных инвесторов. Они могут реструктуризовать портфель за счет увеличения доли наиболее надежных на их взгляд отечественных и иностранных банков.

Новичками сектора можно назвать строительные и транспортные облигации, однако их доля пока невелика. Что же привлекает на рынок новых эмитентов, учитывая более избирательный подход основных инвесторов? Похоже, что большинство потенциальных эмитентов — небанковских организаций привлекает более низкая стоимость заемных средств (по кредитам в среднем 12–16%), а также перспективы фондового рынка. Чтобы получить хорошее качество игры, входить на развивающийся рынок нужно сейчас.

В-третьих, в последнее время капитализация рынка облигаций стала расти быстрее, нежели активы пенсионных фондов, что обусловлено появлением новых категорий инвесторов, и в первую очередь — физических лиц, через счета депо которых проходит от 7 до 25% брутто-оборота сделок с облигациями. В свою очередь, биржевой оборот пенсионных фондов сократился с 35 до 6-15%.

Внимание индивидуальных инвесторов обусловлено желанием диверсифицировать портфели ввиду отсутствия активного рынка акций. Таких инвесторов интересует доход в размере 25–50% годовых, то есть выше, чем ставки по депозитам в банках. По облигациям же благодаря НПФ можно заработать лишь 10–14% годовых, которые по тем же срокам вложения можно получить и в банке. Приход розничных инвесторов способствовал росту ликвидности торгуемых на KASE долговых инструментов и сделал рынок более сбалансированным.

В-четвертых, Национальный банк занялся выстраиванием кривой доходности, для чего с ноября 2006 года не только возобновил выпуск нот, но и реструктуризировал их срочность, увеличив период обращения до 1 года. Однако эти новации слабо вдохновляют рынок. Специалисты считают, что данный срок лишь связывает ликвидность. Несмотря на то что сегодня стратегия НБ по выпуску нот более гибкая, рынку нужна кривая доходности по различной срочности обращения госбумаг. Должен быть промежуточный инструмент с периодом обращения, допустим 1.5 года. Идеальный период жизни для нот как бенчмарка — три года.

В-пятых, позитивным фактором является то, что эмитенты могут занимать дольше. Средний срок по облигациям листинговой категории А — бумагам инвестиционного качества — составляет 11.5 лет, по облигациям категории В срок значительно короче — около трех лет, это облигации спекулятивного характера.

Каковы же перспективы иностранных эмитентов, желающих получить доступ к казахстанским деньгам? Пути всего два: либо получать соответствующую рейтинговую оценку, либо использовать компанию-резидента как посредника при выпуске ценных бумаг. При этом необходимо помнить, что казахстанские банки имеют право инвестировать только в инструменты категории А. В акции одного эмитента они могут вложить не более 10% собственного капитала. По облигациям специальных ограничений нет.

Исходя из своих характеристик, компании стран СНГ могут максимально рассчитывать только на листинг В, что для них совсем не интересно, так как казахстанские банки-инвесторы для них закрыты. Страховые компании могут покупать бумаги категории В, но как инвесторы они неинтересны иностранным эмитентам — слишком малы объемы активов.