Сергей МУХАНОВ, директор департамента международных и фондовых операций, Альфа-Банк (Беларусь)

«Ждем нерезидентов»

В интервью Cbonds Review директор департамента международных и фондовых операций Альфа-Банка (Беларусь) Сергей Муханов рассказал об основных тенденциях на белорусском облигационном рынке и перспективах прихода иностранных инвесторов, а также поделился прогнозами в отношении макроэкономической ситуации в стране и динамики курса белорусского рубля.

– Одна из идей, которую уже не первый год пытаются продавать белорусским эмитентам дочки российских банков — размещение в рублях на российском рынке. Есть ли реальный интерес к этому инструменту у корпоративных заемщиков из Белоруссии?

– Размещение на российском рынке в российских рублях интересно, в первую очередь, с точки зрения применения инструмента валютно-процентного свопа, потому что теория эффективного рынка, объективно говоря, не очень-то работает. По идее, если бы рынок был эффективным, то использование валютно-процентного свопа приводило бы к получению такой же доходности, как и при заимствованиях на мировом рынке капитала в целевой валюте. Пока что эти цифры сильно отличаются, поэтому размещение в России на текущем этапе может быть интересно как раз не тем компаниям, которые имеют рублевую выручку, а эмитентам, получающим выручку в твердой иностранной валюте (долларах, евро). Для них это очень интересно, потому что своп дает возможность получить стоимость заимствований гораздо ниже, чем при выпуске евробондов или размещении облигаций на внутреннем рынке. Но это ограниченный круг компаний.

Инвестора интересует прежде всего ликвидность инструмента и возможность выйти из инвестиции до погашения, поэтому выпуск должен быть крупным. Соответственно, компания, которая будет его размещать, тоже должна быть достаточно крупной. Кроме того, у нее должны быть текущие потребности в таких заимствованиях. Многие корпораты в Белоруссии сейчас возобновили инвестиционные программы, связанные с реконструкцией, модернизацией производства, то есть потенциально пайплайн есть. Но проблема в том, что этим компаниям нужны более длинные деньги, чем трехлетние, которые объективно сейчас можно получить при дебютном выпуске эмитента из СНГ. Не так много корпоратов, готовых брать в оборотные средства такие деньги. Но то, что с учетом валютно-процентного свопа цена на них будет немного интереснее, это факт. Поэтому потенциал есть. С одним из представителей сектора промышленности мы как раз сейчас работаем.

– То есть теоретически в этом году мы можем такое размещение увидеть?

– Да, если компания не выберет альтернативный источник привлечения ресурсов. Все сейчас считают деньги. Есть ряд альтернативных программ, например иностранные кредитные линии под гарантии экспортных страховых агентств. Очень часто поставщики оборудования приводят с собой финансирование от иностранного банка, который покрывает свои риски на данный регион страховкой от специально созданного агентства содействия экспорту. Это альтернативный инструмент привлечения именно долгосрочного фондирования. Но если для компании-заемщика на выходе прайсинг all in по бондам будет привлекательнее, то можно будет ожидать появления и этого инструмента.

– Каковы ваши ожидания от внутреннего рынка облигаций в текущем году?

– Главное ожидание связано с ростом интереса к белорусскому рынку со стороны нерезидентов, в первую очередь из СНГ. Этот интерес сейчас активно материализуется. В принципе, это классический carry trade, когда есть возможность за счет разницы в процентных ставках и относительно стабильного курса национальной валюты получать доходность гораздо более высокую, чем по инструментам в иностранной валюте.

Еще один тренд — по-прежнему преобладание технических сделок на внутреннем рынке. Возможно, за счет прихода нерезидентов эта тенденция будет меняться, и ликвидность вторичного рынка несколько возрастет — но, по моим прогнозам, несущественно.

– Честно говоря, пока все же сохраняется ощущение, что в Беларуси рынка нет…

– Тут все просто: спрос рождает предложение. В последние месяцы появилось ощущение, что мы к этому движемся. Первые сделки с нерезидентами проходили еще летом прошлого года. Сейчас видим увеличение спроса.

Серьезная задача — изменение менталитета корпоративных заемщиков. Большинство эмитентов используют облигации как упаковку кредитов. Для них это более интересный инструмент по процентной ставке, что связано с наличием льготного налогообложения. Если эмитент перестанет рассматривать банк как кредитора, а будет относиться к нему как к организатору займа, я думаю, рыночных выпусков будет гораздо больше.

С другой стороны, многое зависит и от позиции банков в этом вопросе. Если есть хороший актив, банки как основные инвесторы на этом рынке стремятся выкупить на себя максимальный объем. Иногда организатору проще взять на свою книгу весь выпуск. Впрочем, маленькие шаги в сторону полноценного рынка мы все же делаем. По сравнению с прошлым годом немного выросла ликвидность вторичного рынка. Это положительный сигнал.

Хотя в этом плане я бы не стал идеализировать, скажем, рынок еврооблигаций. На нем тоже очень много выпусков с недостаточной ликвидностью. Сам факт выпуска на внешнем рынке еще не гарантирует того, что ликвидность в бумаге будет достаточно высокой. Возьмите, к примеру, CLN Белпромбанка, по которым практически нет вторичной ликвидности.

Все зависит не от того, внешний это или внутренний рынок, а от интереса потенциальных покупателей к конкретной истории. Есть спрос — соответственно, есть вторичный рынок. Сейчас этот спрос постепенно формируется на внутреннем рынке.

Что касается объемов, рынок есть. Бумаг у нас выпущено на душу населения почти в два раза больше, чем в той же Украине, где рынок сформировался уже давно. Но то, что нашему рынку не хватает качественной информационной поддержки и прозрачности — это факт.

– Если рыночных выпусков на белорусском рынке fixed income единицы, то и зарабатывать на комиссиях за размещение у банков нет возможности? Рынка DCM в Белоруссии фактически нет?

– Объективно это так. Банки, которые являются основными инвесторами в облигации, смотрят на пакетную доходность, которая включает в себя в том числе процентный и комиссионный доход. Если вы помните, раньше у белорусских компаний вообще была возможность регистрировать выпуски самостоятельно. Для этого не нужно было привлекать профучастника. Потом регулятору, очевидно, надоело вычитывать и исправлять проспекты, их стало очень много. Понятно, что профессионалы этого бесплатно не делают, но стоимость услуг копеечная. Она может составлять совсем какие-то номинальные величины, даже $1000 и менее. Все зависит от размера выпуска, эмитента. Понятно, что много на этом не заработаешь, комиссии за организацию выпуска низкие.

С другой стороны, эти инструменты очень интересны банкам, они сильно конкурируют между собой. Видя такую политику банков, эмитенты идут по пути наименьшего сопротивления, не задумываясь о долгосрочной перспективе, которая предполагает выход на открытой рынок, формирование публичной кредитной истории. Эту ментальность нужно каким-то образом менять.

– Есть ли у вас уверенность в том, что мораторий на налогообложение доходов от облигаций будет продлен?

– В прошлом году уверенности было больше, сейчас все неоднозначно. Я надеюсь, что льготное налогообложение сохранится. Это самый правильный шаг, который был предпринят властями для развития рынка облигаций. Он начал оживать и постепенно становиться правильным, таким, каким он должен быть. Если лишить сейчас рынок поддержки в виде нулевой ставки налогообложения, развитие прекратится. Однако с учетом последних выступлений премьер-министра о необходимости развития финансового рынка как важной части экономики я продолжаю надеяться, что мораторий будет продлен.

– Какие у вас ожидания по поводу ситуации на валютном рынке?

– Нужно внимательно следить за сальдо внешнеторгового счета. Отрицательное сальдо товаров и услуг в $7.5 млрд в 2010 году и всего минус $1.6 млрд в 2011 году — это уже достаточно комфортный показатель для нас. В качестве одного из условий в пакете сделки по продаже Белтрансгаза удалось получить достаточно серьезные газовые преференции. Цена снизилась даже по сравнению с прошлым годом. Хорошие условия поставки нефтепродуктов. Это даст достаточно неплохой плюс внешнеторговому счету. Не снимается вопрос о продаже пакета МТС. Это тоже довольно хорошая подпитка для бюджета. Сохраняются планы по IPO «БелАЗа», хоть и не в 2012 году. Пилотная приватизация принесет какие-то деньги. Я глобальных причин для существенной девальвации не вижу. Ключевой риск, как я уже говорил — сальдо внешнеторгового счета. Если мы опять увидим превышение импорта над экспортом, и объем валютной выручки будет меньше, чем отток валюты, это будет создавать давление на валютный курс. Это давление может снижаться за счет уменьшения золотовалютных резервов, которые сейчас находятся на рекордном уровне — около $8 млрд — и позволят курс удержать. Но прошлый год показал, что это тупиковый путь. На уроках надо все-таки учиться. Нацбанк, судя по его заявлениям, настроен достаточно решительно: искусственно курс поддерживать он не намерен.