Валерия ВОРОБЬЕВА,
Cbonds

Под звуки генданга

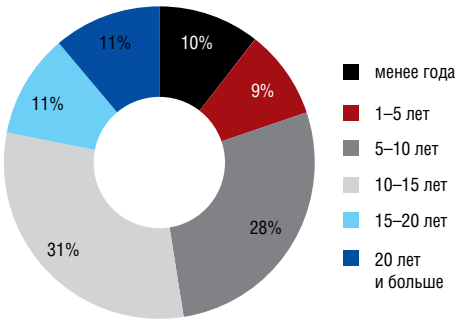
Недавно мы рассказывали про рынок облигаций Сингапура, теперь перенесемся немного севернее. Малайзийский долговой рынок также является одним из наиболее привлекательных для инвесторов в Азиатском регионе: в стране стабильная бизнес-среда, а финансовая система продолжает совершенствоваться. Несмотря на возросшую в последнее время угрозу со стороны радикальных исламских фундаменталистов и политику позитивной дискриминации этнических малайцев, в страну продолжают поступать не только прямые иностранные инвестиции в обрабатывающую и добывающую промышленность, но и портфельные инвестиции. Попробуем разобраться, стоит ли инвестировать в «настоящую Азию».

На фоне соседей Малайзия обладает хорошим запасом иностранной валюты ($131.6 млрд, или RM422.7 млрд) против внешних обязательств в $53 млрд, а значительная глубина рынков капитала и относительно длинные средние сроки до погашения защищают страну от возможных неблагоприятных последствий внезапного оттока средств иностранных инвесторов.

Кроме того, правительство Малайзии поддерживает целый ряд факторов, способствующих стабилизации рисков по государственному долгу. Так, средний остаточный срок до погашения у примерно 70% обращающихся государственных облигаций составляет от трех лет и более, что снижает риски рефинансирования. Внешний долг в иностранной валюте составляет всего лишь 2.94% на конец второго квартала 2014 года по сравнению с общим долгом, что свидетельствует о низкой подверженности валютным рискам (на сам внешний долг приходится 28.23% общего долга и 61.7% ВВП в текущих ценах), а фиксированность купонных платежей и длительный срок до погашения обуславливают определенную устойчивость долгового рынка даже в условиях увеличения доходности государственных облигаций.

Стоит отметить, что существует и ряд факторов, свидетельствующих о потенциальной слабости малайзийского рынка. В течение недавнего экономического кри-

Рисунок 1
Распределение долговых инструментов, находящихся в обращении, по оставшимся срокам до погашения на 01.09.2014

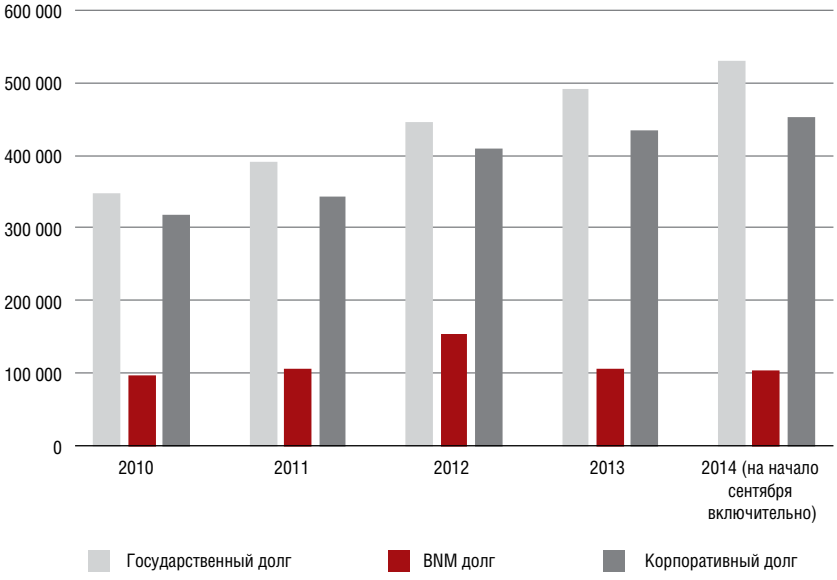


зиса 2010–2012 годов чистые портфельные притоки превысили общий объем притоков за все прошлое десятилетие, что подразумевает более высокую уязвимость экономики в случае внезапного падения спроса на государственные долговые обязательства. Волатильность ставок, которая может за этим последовать, будет стабилизироваться пулом ликвидности, например внутренними сбережениями, составляющими по итогам второго квартала 2014 года примерно 52% ВВП в текущих ценах. Moody's комментирует, что Малайзия испытала большой отток средств из своих бумаг, особенно во втором квартале 2013 года (отток – около $623 млн), когда иностранные инвесторы сократили объемы своих вложений в MGS, уйдя на развитые долговые рынки за более высокой доходностью. Так, если в апреле 2013 года спред между десятилетним бенчмарком по MGS и казначейскими бумагами составлял 173 б.п., то в декабре 2013 года он сузился до 111 б.п.

Это событие значительно ударило по курсу местной валюты: в августе 2013 года ринггит ослаб на 8.3% (до RM3.33) по отношению к американскому доллару (крупнейшее падение с 2008 года). С начала 2014 года ситуация стабилизировалась: инфляция в месячном исчислении в среднем растет на 0.3%, а местная валюта укрепляется в связи с объявлением превзошедшей ожидания макроэкономической статистики за второй квартал – экономический рост 6.4% и рост экспорта 14.2%. В целом монетарной политике в последнее время уделяется большое внимание, чтобы не допустить чрезмерного повышения стоимости обслуживания долга на фоне ослабления местной валюты, которое тем не менее может быть выгодно, учитывая масштабы экспорта, обеспечивающего почти треть доходов бюджета. При этом большая его часть приходится на сырьевые и энергоресурсы (сжиженный газ и сырую нефть), цены на которые могут быть весьма волатильными. Это самая уязвимая часть экономики Малайзии.

В контексте геополитических рисков, макроэкономической ситуации и курса развития страны привлечение чистого капитала снизилось ($5.3 млрд во втором квартале 2014 года против $12.3 млрд в первом квартале 2014 года). В основном падение объемов связано с уменьшением объема эмиссий государственных и частных долговых инструментов, а также совпавшими по времени крупными погашениями. Всего же, по оценкам малайзийских рейтинговых корпораций MARC и RAM, к концу 2014 года общий выпуск государственных облигаций составит около $27 млрд., а также $15 млрд придется на стоимость MGS и GII, погашаемых в 2014 году. Помимо этого, вероятна стабилизация объемов эмиссий корпоративных облигаций около $22 млрд.

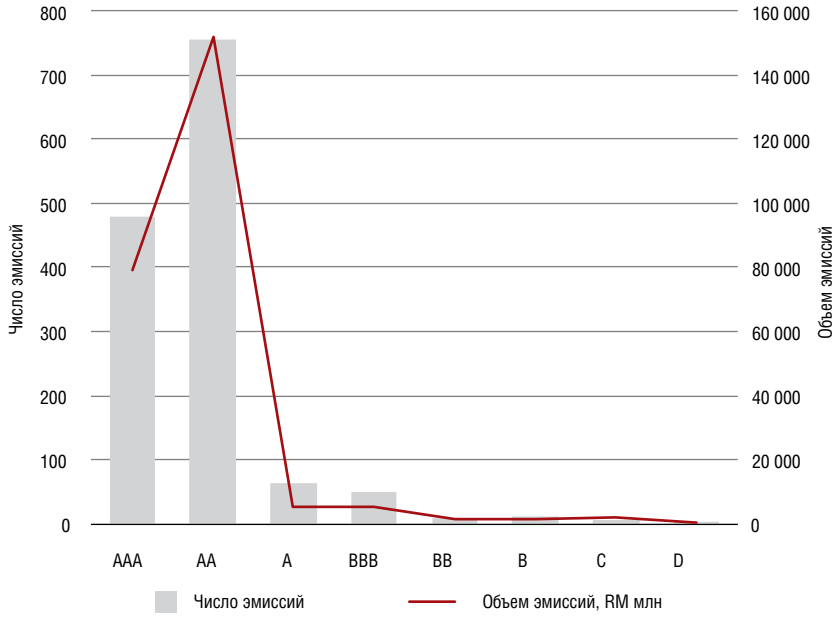
Ожидается рост доходностей малайзийских облигаций. В секторе корпоративных облигаций он будет меньше, чем в государственном, так как они менее чувствительны к внешним экономическим шокам и их держит небольшое количество иностранных инвесторов. В настоящее время спрос на них довольно высок, что связано с небольшим количеством новых выпусков и достаточно высоким местным кредитным рейтингом.



Источник: Bond Info Hub (Bank Negara Malaysia)

Рисунок 2
Изменение структуры долгового рынка Малайзии с 2010 по 2014 гг., RM млн

Рисунок 3
Распределение долговых инструментов малайзийского рынка в совокупности по ренкингам MARC и RAM в 2014 г.



Источник: Bond Info Hub (Bank Negara Malaysia)

№	Эмитент	Объем эмиссий в обращении, $ млрд
1	Project Lebuhraya Usahasama	9.53
2	Cagamas	7.47
3	Prasarana	4.33
4	Pengurusan Air	3.65
5	Maybank	3.52
6	DanaInfra Nasional	2.83
7	CIMB Bank	2.51
8	Public Bank	2.50
9	BGSM Management	2.24
10	Aman	2.01
Всего топ-10	**40.59**	

Источник: Asia Bond Monitor

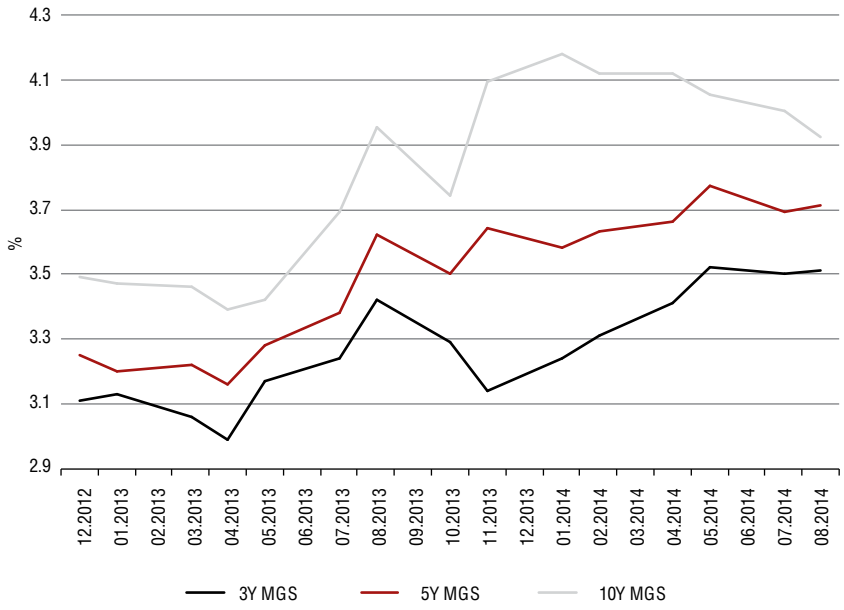
Таблица 1
Топ-10 малайзийских корпоративных эмитентов по объему эмиссий в обращении на 1 сентября 2014 г.

Что касается государственных облигаций, то, скорее всего, повышение их доходности будет продолжаться до конца года под влиянием роста индекса потребительских цен, подогреваемого программой рационализации субсидий (в настоящее время правительство Малайзии все больше сокращает субсидии на транспортное топливо, используемый домохозяйствами газ, сахар и некоторые другие сырьевые товары) и введением с апреля 2015 года налога на товары и услуги (Goods and Services Tax). По данным второго квартала, доходность трехлетних MGS выросла на 11 б.п., пятилетних – на 8 б.п., в то время как по десятилетним MGS наблюдалось снижение на 7 б.п. Некоторый скачок был отмечен в связи с возросшими геополитическими рисками, но в основном отмечается устойчивое повышение доходности, подогреваемое ожиданиями повышения OPR (Overnight Policy Rate), которое частично компенсируется высоким спросом. В значительной мере он поддерживается институциональными инвесторами, (традиционно инвестиционные фонды и страховые компании больше сосредоточены на долгосрочных показателях малайзийской экономики), а также пенсионным фондом Малайзии и фондом социального страхования, производящим однократные выплаты работникам, вышедшим на пенсию, и малайзийскими страховыми компаниями.

Спектр предлагаемых бумаг достаточно обширен. В него входят малайзийские краткосрочные казначейские векселя MTB (Malaysian Treasury Bills) со сроками до погашения 3 месяца, 6 месяцев и 1 год. Эти дисконтные инструменты достаточно активно торгуются на вторичном рынке. Более долгосрочные бумаги – со сроками погашения от года и до трех лет – это обязательства банка Negara (BNMN), созданные с целью улучшения контроля над ликвидностью. Эти инструменты могут быть как дисконтными (тогда они реализуются по тем же принципам, что и MTB), так и купонными (в этом случае они похожи на MGS). Сами MGS (Malaysian Government Securities) выпускаются для финансирования проектов по развитию экономики страны. Срок их погашения составляет 3–20 лет. Последние были созданы сравнительно недавно, в том числе и как источники информации для построения более репрезентативной кривой доходности, и в настоящее время выпускаются со встроенными колл-опционами. Основными организаторами торгов в сегменте традиционных ценных бумаг выступают Citibank, CIMB, Hong Leong Investment, HSBC, J.P. Morgan, Maybank.

Кроме того, на рынке Малайзии заметную роль играют исламские ценные бумаги, соответствующие требованиям Шариата, которые, по сути, повторяют характеристики традиционных. Всего в странах Восточной Азии в 2013 году было выпущено $91.7 млрд облигаций типа сукук, наибольшее их число приходилось на Малайзию и Индонезию. Эксперты считают, что это очень перспективный тип финансовых инструментов с точки зрения их использования для финансирования инфраструктурных проектов. Государство также активно участвует в выпуске инструментов исламского типа, так как спрос на них со стороны экспортеров нефти весьма велик. К таким инструментам относятся MITB (Malaysian Islamic Treasury Bills), GII (Government Investment Issue), а также BNMN-i (Bank Negara Monetary Notes-i), которые, как и BNMN, торгуются как MITB или как GII. Помимо этих бумаг,

Рисунок 4
Доходности суверенных облигаций MGS в период с 01.01.2013 по 01.09.2014



Источник: Bank Negara Malaysia

обращается группа инструментов исламского финансирования, направленных на решение социальных задач: SPK (Sukuk Perumahan Kerajaan), для развития жилищного фонда и рефинансирование ипотек, Merdeka Savings Bonds для поддержания социальной обеспеченности пенсионеров.

Рассматривая возможность инвестиций в малайзийский долговой рынок, стоит обратить внимание на то, что активнее всего нерезиденты интересуются государственными облигациями: в конце 2008 года зарубежные инвесторы владели только 13.5% от их выпуска, на начало 2014 года им принадлежало уже 29.44% (больше было только в Индонезии, где иностранцы держат 32.5% государственного долга), а за два квартала 2014 года доля нерезидентов увеличилась до 33%. Рынок малайзийских гособлигаций привлекателен из-за достаточно высокого кредитного рейтинга при высоких доходностях, а также из-за отсутствия страновых налогов и сборов по операциям с ними (оплачиваются только комиссионные брокера).

Помимо этого, в июне 2014 года были предприняты значительные шаги по либерализации экономики в целом: упрощены процедуры регистрации иностранных доверительных управляющих активами, отменена процедура обязательного рейтингования эмитентов.

В целом рынок малайзийских государственных облигаций инвестиционно привлекателен. Курс ринггита укрепляется, несмотря на неизменную ставку OPR в 3.25%, восстанавливается приток прямых и портфельных инвестиций. Правительство рассчитывает к концу года увидеть рост экономики на уровне 5.5–6%. Кроме того, агентство Moody's подтвердило 18 сентября рейтинг страны на уровне A3 с позитивным прогнозом. Если инвестор готов нести риски, связанные с геополитической обстановкой в регионе, структурными «перекосами» экспортно ориентированной экономики Малайзии, а также с волатильностью валютного курса, то вложения в малайзийский суверенный долг могут стать вполне выгодными.

XII Российский облигационный конгресс

4–5 декабря 2014, Санкт-Петербург, гостиница Holiday Inn Московские Ворота

Конференция проводится с 2003 года и является крупнейшей в России конференцией в области рынка долговых ценных бумаг и одним из крупнейших мероприятий в области финансовых рынков.

Организатор: Cbonds congress

Генеральные спонсоры: SBERBANK CIB, ГАЗПРОМБАНК

Официальные партнеры: Московская биржа, Bloomberg, FitchRatings, БИНБАНК

Спонсор гала-ужина: Группа компаний Регион

Спонсоры: Глобэкс банк, Промсвязьбанк, Связь Банк, Thomson Reuters, Открытие, Локобанк

Спонсор вечера в Paulaner: Локобанк

При участии: Standard & Poor's Ratings Services, Банк Зенит, Татфондбанк, АИЖК, RusRating, Пересвет

Программа, спонсорство:
Екатерина Гриценко
kate@cbonds.info,
Телефон: +7 (812) 336-97-21 *223

Участие:
Елена Мокрицкая
elena@cbonds.info
Телефон: +7 (812) 336-97-21 *104

www.cbonds-congress.com