«Интерес международных инвесторов к тенговым инструментам растет»

Фархад ОХОНОВ,
руководитель
инвестиционно–банковского
бизнеса, Halyk Finance

Руководитель инвестиционно-банковского бизнеса Halyk Finance Фархад Охонов рассказал в интервью Cbonds Review о том, с чем связано оживление на локальном рынке долга Казахстана, как будет развиваться ситуация в сегменте долларовых еврооблигаций казахстанских заемщиков, будет ли расти спрос международных инвесторов на тенговые инструменты под влиянием либерализации казахстанского рынка госдолга и какова текущая стратегия Halyk Finance на рынке инвестиционно-банковских услуг Казахстана.

— Какие ключевые тенденции на рынке локального долга Казахстана вы бы выделили? Какие изменения произошли на нем за последний год и с чем они связаны?

— Основным трендом 2017 года безусловно стало оживление локального рынка тенговых облигаций. Мы начали отмечать эту тенденцию еще в конце 2016 года, когда состоялось размещение облигаций АО «Казагрофинанс», где Halyk Finance выступил в роли андеррайтера. Фактически этот выпуск стал первым с конца 2014 года публичным рыночным размещением тенговых облигаций на площадке Казахстанской Фондовой биржи (KASE). До этого момента рынок корпоративных облигаций в Казахстане был практически полностью заморожен, на нем проходили лишь частные размещения эмитентов, главным образом в пользу связанных сторон либо в пользу Единого накопительного пенсионного фонда (ЕНПФ). Основная причина такой длительной заморозки долгового рынка, на мой взгляд, связана с сильной волатильностью обменного курса тенге по отношению к доллару (за период 2014–2016 годов тенге девальвировал практически в два раза). Это вызвало значительную турбулентность процентных ставок. Многие профессиональные участники рынка хорошо помнят, как ставки по краткосрочным операциям РЕПО и валютным свопам в тот период долгое время сохранялись на двухзначных, а на своем пике — и трехзначных уровнях. Дополнительной причиной стагнации была консолидация пенсионного сектора в лице ЕНПФ, который стал крупнейшим поставщиком тенговой ликвидности, зачастую выступая в роли единственного покупателя облигаций квазисуверенных эмитентов и банков второго уровня.

Но начиная с конца 2016 года и на протяжении всего 2017-го ситуация существенно поменялась в лучшую сторону, в основном благодаря проводимой Нацбанком Казахстана (и впоследствии Министерством финансов) политике снижения ставок на фоне новых аукционов по размещению государственных ценных бумаг и дедолларизации в условиях укрепляющегося курса тенге (с 2016 года по I квартал 2018 года курс тенге окреп примерно на 6%). Именно высокие ставки по тенговым инстру-

ментам, а затем усиливающиеся ожидания рынка по снижению ставок вернули интерес казахстанских инвесторов к тенговым инструментам. Для сравнения: в 2015 году на локальном рынке не было ни одного рыночного размещения корпоративных тенговых облигаций, в 2016 году состоялся один рыночный выпуск, а в 2017 году, по нашим оценкам, прошло уже 13 таких размещений.

— Как вы оцениваете ситуацию в сегменте еврооблигаций казахстанских заемщиков? Насколько живой этот рынок?

— Если вы имеете в виду первичный рынок долларовых еврооблигаций, то этот рынок по-прежнему живой, хотя и не такой активный как, скажем, в 2010–2015 годах. Несмотря на то что ставки по долларовым инструментам остаются на довольно низких уровнях, сам по себе долларовый долг стал менее привлекательным для отечественных эмитентов, особенно тех, чьи денежные потоки по большей части выражены в тенге. Существенное ослабление курса национальной валюты по отношению к доллару за последние 10 лет нанесло весомый удар по крупным квазисуверенным заемщикам, которые исторически привлекали от иностранных инвесторов огромные суммы долга по низким процентным ставкам и которые впоследствии вынуждены были фиксировать значительные убытки вследствие обесценения тенге. Эта группа эмитентов относится теперь к перспективе своих новых долларовых долгов — даже по низким ставкам, — если не с опаской, то уж точно с большой осторожностью. В то же время, как я упомянул ранее, сейчас в Казахстане сложилась более благоприятная ситуация для привлечения тенгового долга и диверсификации источников финансирования. В итоге в текущих условиях мы имеем растущее количество эмитентов, выпускающих тенговые инструменты, и ограниченное количество компаний, для которых рынок долларовых еврооблигаций представляет лишь возможность рефинансирования старых валютных долгов по более низким ставкам.

— Каков ваш прогноз по объемам первичного рынка на этот год?

— Говорить с уверенностью о том, что отечественный долговой рынок вернулся на стабильный путь восстановления, и делать какие-либо прогнозы пока рано. Да, рынок тенговых облигаций существенно оживился, и мы действительно наблюдаем растущее количество эмитентов на внутреннем рынке. Однако концентрация на стороне инвесторов по-прежнему остается высокой. ЕНПФ (в лице Нацбанка, управляющего пенсионными активами) по-прежнему остается крупнейшим инвестором в тенговые облигации, причем размеры его участия в каждом конкретном выпуске могут значительно варьироваться. Коммерческим же банкам в условиях постепенно снижающихся процентных ставок по облигациям выгоднее инвестировать деньги в кредиты заемщикам по более высоким ставкам, за исключением отдельных инструментов, к которым финансовые институты традиционно проявляли интерес, например облигаций Казахстанской ипотечной компании и тенговых облигаций банков развития. Оставшиеся категории инвесторов — управляющие активами, страховые компании, непрофессиональные инвесторы и брокеры — имеют ограниченный запас ликвидности. Не стоит забывать и о том, что, несмотря на проводимую Нацбанком политику снижения процентных ставок, не все инвесторы готовы принимать эту политику как данность. В конечном итоге ставки, так же как и объемы размещений, зависят от инвесторского спроса, который может варьироваться от эмитента к эмитенту и от сектора к сектору, а постепенно снижающаяся базовая ставка может совсем не означать более низкую ставку доходности для эмитента, планирующего размещение своих облигаций. Например, за последние полгода мы неоднократно видели, как некоторые выпуски размещались лишь в незначительном объеме или оказывались полностью провальными. Здесь особенно важна работа андеррайтера, который должен проделать определенную «домашнюю работу», оценить потенциальный спрос при разных уровнях доходности и в конечном итоге дать клиенту оптимальные рекомендации по итоговой ставке и стратегии размещения.

Что касается долларовых еврооблигаций, как я уже говорил ранее, в этом году данный сегмент, вероятно, будет представлен главным образом сделками, которые связаны с управлением текущими обязательствами эмитентов и рефинансированием существующих валютных долгов.

— То есть в плане структур сделок рынок стал более разнообразным?

— Да, однозначно. Структуры сделок стали намного разнообразнее. Я уже упомянул, что в международных размещениях мы стали видеть гораздо больше сделок по управлению текущими обязательствами эмитентов (liability management). Причем по своей структуре такие сделки перестали

ОСНОВНЫМ ТРЕНДОМ 2017 ГОДА СТАЛО ОЖИВЛЕНИЕ ЛОКАЛЬНОГО РЫНКА ТЕНГОВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

быть просто традиционными тендерами по выкупу или получению согласий бондхолдеров на изменение каких-то ковенант в обмен на денежную премию. Сейчас эти элементы идут вкупе с предложением новых бумаг. То есть по сути речь идет о замене одних бумаг на другие (или exchange offers) с одновременной гармонизацией корзины ковенант и оптимизацией долгового профиля эмитентов. На моей памяти таких сделок по управлению обязательствами, которые бы сочетали в себе элементы exchange offer, за последние 10 лет в Казахстане было лишь четыре, причем две из них состоялись за последние полгода.

Здесь нужно учитывать, что в силу природы таких структур основной фокус в подобных сделках и сопутствующих им размещениях новых бумаг делается на текущих держателей облигаций, а не на новых инвесторов. Важно не просто идентифицировать таких держателей (что, кстати, является довольно трудоемким процессом), но и вести с ними активный диалог, обеспечив поддержку инвесторов в проводимых транзакциях.

Что же касается локального рынка облигаций, то здесь набирает популярность такой инструмент, как коммерческие облигации. Это краткосрочные (сроком до 1 года) корпоративные тенговые облигации, по которым предусмотрена упрощенная процедура выпуска и листинга. Причем данная структура интересна как эмитентам, которые не хотят фиксировать для себя высокие ставки фондирования на длительные сроки, так и инвесторам, которые не хотят брать долгосрочные кредитные риски, связанные с эмитентом.

— Есть ли сегодня реальный спрос на казахстанский долг у международных инвесторов, в первую очередь инвесторов в Emerging Markets (EM)?

— Да, мы определенно видим интерес международного инвесторского сообщества к тенговым инструментам, в основном к государственным ценным бумагам (нотам Нацбанка и облигациям Минфина) и в меньшей степени — к бумагам квазисуверенных эмитентов и международных институтов развития. Конечно, речь идет о специфической группе инвесторов, хорошо знакомых с инвестициями в локальные бумаги развивающихся стран, номинированные в национальных валютах. Причем помимо типичных carry trade-инвесторов, чья стратегия базируется на ожиданиях дальнейшего укрепления тенге, среди них есть и инвесторы, которых привлекают высокие (в сравнении с другими аналогичными по риску странами) процентные ставки на фоне стабилизации обменного курса казахстанской валюты.

На начало 2018 года объем государственных долговых бумаг в обращении, включая ноты Нацбанка, составлял 9.2 трлн тенге, при этом нерезиденты владели бумагами на 152 млрд тенге. На начало апреля объем рынка составлял уже 10.3 трлн тенге, а на долю нерезидентов приходилось уже 464 млрд тенге. То есть с начала года иностранные инвесторы увеличили свои инвестиции в государственные бумаги более чем в три раза, или почти на $1 млрд. Я думаю, что такой рост интереса нерезидентов к казахстанским госбумагам связан со следующими причинами: падением доходности по российским госбумагам и санкциями против России, с хорошим состоянием экономики Казахстана и неплохими прогнозами по ценам на нефть, а также с планами Нацбанка и правительства по вхождению в системы Euroclear и Clearstream.

— Есть некоторые опасения, что либерализация казахстанского рынка госдолга приведет к росту волатильности на нем. Вы эти опасения разделяете?

— Нацбанк достаточно хорошо «держит руку на пульсе» и у него есть все возможности для активных интервенций. Не думаю, что он допустит избыточную волатильность на валютном и долговом рынках.

— Каких объемов инвестиций со стороны нерезидентов можно ожидать, на ваш взгляд?

— Трудно сказать. Сейчас доля нерезидентов на рынке государственных бумаг составляет 4.5%. Мне кажется, им вполне под силу очень существенно увеличить эту долю. Многое будет зависеть от успешного завершения тех инициатив, которые в настоящее время осуществляются сразу несколькими сторонами — Министерством финансов, Нацбанком и Международным финансовым центром «Астана» — для подключения казахстанского долгового рынка к международным клиринговым системам Euroclear и Clearstream с целью возможности осуществления расчетов по тенговым облигациям. Если текущие благоприятные условия сохранятся и казахстанский рынок будет успешно подключен к международным клиринговым системам, думаю, рост инвестиций со стороны нерезидентов продолжится. Пока же между-

С НАЧАЛА ГОДА ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТОРЫ УВЕЛИЧИЛИ СВОИ ИНВЕСТИЦИИ В ГОСУДАРСТВЕННЫЕ БУМАГИ БОЛЕЕ ЧЕМ В ТРИ РАЗА

народным инвесторам приходится покупать казахстанские государственные ценные бумаги в основном в виде глобальных депозитарных нот либо приобретать корпоративные тенговые еврооблигации через те же системы Euroclear и Clearstream, но в долларах США (с привязкой к действующему на дату платежей обменному курсу).

— Какие изменения в структуре инвесторской базы в целом вы наблюдаете в последние годы?

— Я бы не сказал, что казахстанская инвесторская база в последние годы существенно поменялась, если не считать уже упомянутую консолидацию пенсионных активов в ЕНПФ и наметившийся интерес к локальным бумагам со стороны международных инвесторов. В то же время не могу не отметить растущую активность непрофессиональных инвесторов — в основном крупных компаний, а также физических лиц — на рынке ценных бумаг. Радует, что большее количество казначеев в частных и национальных компаниях стали смотреть в сторону рынка ценных бумаг при управлении краткосрочной ликвидностью, пусть даже оно часто сводится лишь к операциям обратного РЕПО. Физические лица тоже демонстрируют растущую активность на первичном и на вторичном рынках как по акциям, так и по облигациям, в тенговых и в долларовых инструментах. Что бы кто ни говорил, но рост финансовой грамотности среди населения определенно набирает обороты в стране. Все больше людей стало понимать: вместо того чтобы держать доллары в коммерческом банке по ставке 0.5–1.0% годовых, возможно, лучше купить на вторичном рынке долларовые еврооблигации Республики Казахстан (которые по сути для казахстанского инвестора представляют безрисковый инструмент) по ставке 4.0–5.0% годовых с возможностью быстрой продажи таких бумаг в случае необходимости. Мы всё чаще видим физиков, которые снимают деньги с тенгового депозита коммерческого банка со ставкой около 10% годовых и инвестируют эти деньги в тенговые облигации этого же банка по ставке 12–13% годовых. Да, таких казначеев и розничных инвесторов по-прежнему мало. Да, объемы их инвестиций пока недостаточно крупные, чтобы это привело к какому-то сдвигу на рынке. Но, как говорится, Москва тоже не сразу строилась. Лично я отношусь к наблюдаемому тренду с большим оптимизмом.

— В 2017 году «Казахстанские железные дороги» (КТЖ) заняли на Московской бирже 15 млрд руб. Это было первое за долгие годы полноценное размещение иностранных бумаг в России. Насколько знаковой была эта сделка, и будут ли еще подобные проекты? Насколько сейчас благоприятные условия для размещения эмитентов из Казахстана в России?

— Конечно, сделка была знаковой, и не только для КТЖ и Казахстана. Ведь это был первый выпуск облигаций казахстанского эмитента на российском рынке и первый в истории стран СНГ корпоративный выпуск иностранного эмитента на российском рынке. Интерес к таким сделкам у казахстанских компаний однозначно есть и по сей день, особенно учитывая то, что ставки в России в номинальном выражении ниже ставок на казахстанском рынке ценных бумаг, а обменные курсы тенге и рубля по отношению к доллару в целом демонстрируют корреляцию.

В настоящее время мы ведем переговоры сразу с несколькими отечественными компаниями. Я также считаю, что рублевые облигации будут интересны и казахстанским инвесторам, многие из которых ожидают дальнейшего снижения ставок в России и возможного укрепления рубля. Кроме того, сейчас ведется активная работа по упрощению доступа казахстанских инвесторов к торгам на российских площадках, что также должно дать толчок росту спроса в Казахстане на рублевые облигации.

— Какова сейчас стратегия Halyk Finance на рынках капитала в Казахстане?

— Как организатор выпусков для клиентов мы ориентируемся исключительно на публичные (рыночные) размещения. Нам не интересно структурировать частные размещения или осуществлять техническое сопровождение сделок в качестве финансового консультанта или брокера. Для нас важно участие в сделках широкого круга инвесторов, и в первую очередь наших клиентов, и мы, как полноценный инвестиционный банк, стараемся фокусироваться именно на этом.

— Что вы считаете сильной стороной Halyk Finance в текущих условиях? В чем вы видите сегодня свою ключевую роль для эмитентов?

— Сильнейшим преимуществом, которое существенно выделяет нас среди других казахстанских инвестиционно-банковских компаний, является обширный опыт нашей команды в структурировании и размещении выпусков ценных бумаг для своих клиентов. Могу с уверенностью сказать, что за последние 10 лет среди казахстанских компаний никто не организовывал больше выпусков международных еврооблигаций, сделок по управлению обязательствами, IPO / SPO, а также структурных и синтетических сделок, чем наша команда. Помните, я упоминал о четырех казахстанских сделках по управлению обязательствами, которые сочетали в себе элементы exchange offer? В каждой из них Halyk Finance принимал участие в качестве совместного организатора. Мы часто выступаем так называемыми пионерами, организовывая «первые в истории», «дебютные», «крупнейшие» сделки — и все это благодаря доверию со стороны наших клиентов, которые высоко ценят наш опыт. Не стоит забывать и о том, что помимо богатой экспертизы Halyk Finance отличается от других компаний и размером своих активов, в том числе под управлением, и входит в состав крупнейшей в стране финансовой группы Halyk. Это позволяет нам не только осуществлять качественное структурирование сделок, но и зачастую выступать в таких размещениях якорным инвестором.

— Каков потенциальный объем сделок в вашем пайплайне на второй-третий квартал?

— Не могу пока озвучить конкретные цифры, поскольку многие сделки в нашем пайплайне сейчас находятся за пределами публичного домена. Могу лишь сказать, что те сделки, над которыми мы сейчас работаем, существенно отличаются друг от друга по своим структурам. Речь идет и про IPO, и про liability management, и про международные еврооблигации, и про тенговые облигации.

— Увидим ли мы интересные сделки с участием корпоратов из Казахстана?

— Обязательно! И не одну.