«Усиление доминирования нерыночных размещений»

Жулдыз ЖАРКЕНОВА,
начальник управления рынка капитала,
инвестиционный банк Halyk Finance

С чем связано преобладание нерыночных размещений на локальном рынке долга Казахстана, как развивается ситуация в сегменте долларовых еврооблигаций местных заемщиков, возрастет ли активность рыночных сделок с появлением новой казахстанской биржи AIX, в интервью Cbonds Review рассказала начальник управления рынка капитала инвестиционного банка Halyk Finance Жулдыз Жаркенова.

— Что происходит на рынке локального долга Казахстана? Какие ключевые тренды вы могли бы выделить?

— Лейтмотивом прошедшего года на рынке облигаций Казахстана стало усиление доминирования нерыночных размещений. При этом под «нерыночными» размещениями мы имеем в виду размещения, в результате которых бумаги ушли в руки одного или двух инвесторов. Наблюдаемое с 2016 года и радовавшее нас на протяжении всего 2017 года восстановление роста доли рыночных размещений, к сожалению, прервалось в 2018 году. Уже упомянутый рост нерыночных выпусков не дал закрепиться долгожданному тренду.

Ретроспективно: с 2016 года наблюдается рост совокупного объема размещений корпоративных облигаций на казахстанской фондовой бирже. В частности, совокупный объем всех размещений корпоративных облигаций на KASE в 2018 году составил 1.9 трлн тенге, что более чем в два раза превышает объем 2017 года. Однако если в 2017 году доля рыночных размещений составляла 44% от общего количества размещений (14 из 32), то в 2018 году эта цифра снизилась до 21% (15 из 71). Рост объемов размещений обусловлен увеличением количества сделок с одним покупателем; если в 2017 году таких сделок было 15, то в 2018-м — 51! Данные эмиссии проходят мимо рынка, их внушительные объемы бесполезны инвестиционному сообществу, так как не распределяются внутри рынка и не дают кругов по воде. Их появление в биржевых торгах носит сугубо практический смысл — налоговая оптимизация и прозрачность технического исполнения.

Конечно, диссонанс в структуре размещения был бы не столь явным, если бы активность рыночных размещений не была подавлена изменчивостью инвестиционного климата, обусловленного макроэкономическими факторами и регуляторным влиянием, имевшим место на протяжении всего прошлого года.

— О каких факторах идет речь? С чем связано их возникновение?

— Прежде всего это радикальное изменение парадигмы видения уровня и тенденций доходности в течение одного календарного года. Начиная с конца 2016 года и вплоть до первого полугодия 2018 года целенаправленное снижение базовой ставки и доходности по государственным ценным бумагам, проводимое Национальным банком Республики Казахстан, оказывало непосредственное давление на готовность инвесторов покупать, равно как и готовность эмитентов выпускать облигации.

Однако, по нашему мнению, такое снижение проводилось слишком быстро. Судите сам: если в сентябре 2016 года Нацбанк размещал свои годовые ноты по ставке 12.4% годовых, то к началу 2018 года те же размещения проходили уже по ставке 9.0% годовых. 340 базисных пунктов за 15 месяцев — это существенное и очень быстрое снижение на локальной безрисковой кривой. И именно на фоне этого продолжающегося снижения ставок в 2017 году инвесторы снова начали смотреть в сторону корпоративных облигаций, где сохранялась возможность зафиксировать все еще высокие ставки на более длительные сроки. По этой причине 2017 год выделялся количеством рыночных размещений среди корпоратов. Однако в 1-м квартале 2018 года на долговом рынке произошел некий ступор — инвесторы оказались не готовы к дальнейшему снижению процентных ставок при аналогичных темпах. В этот период мы начали наблюдать некоторое сопротивление инвесторов форсированному понижению ставок доходности, когда аукционы по размещению госбумаг с пониженной ставкой доходности либо проваливались, либо не находили привычного спроса. Рынок по-прежнему верил в дальнейшее снижение ставок, однако эта перспектива уже переносилась на более длительные сроки. Волатильность обменного курса тенге по отношению к доллару лишь усилила озабоченность инвесторов, что в конечном итоге сформировало предпосылки для обоюдно низкого уровня спроса и предложения с точки зрения новых выпусков.

Происшедшее во втором полугодии ухудшение макросреды и последующее повышение Национальным банком базовой ставки и ставок размещения по государственным ценным бумагам с новой силой подавили привлекательность облигационных заимствований. Источники нервозности и вернувшихся девальвационных ожиданий, связанные с волатильностью внешних рынков и ослаблением национальной валюты, отодвинули для многих эмитентов планы на новые тенговые выпуски.

— Кому удавалось по-прежнему размещаться в этих условиях?

— Несомненно, объективная сложность прошлого года внесла коррективы в способность локального рынка тенговых облигаций к генерации условий, благоприятных для рыночных размещений. После оживления 2017 года это было особенно заметно. Тем не менее интерес инвесторов в тенговых инструментах сохранился, однако такой интерес был доступен лишь узкой категории эмитентов, представляющих собой квазигосударственный сектор первого эшелона либо высокорейтинговые организации (с рейтингом выше суверенного казахстанского рейтинга). Другие группы эмитентов могли привлечь инвесторов лишь при повышенных ставках доходности.

Что касается долларовых еврооблигаций казахстанских эмитентов, в 2018 году данный сегмент также был представлен выпусками, которые связаны с управлением текущими обязательствами эмитентов и рефинансированием существующих валютных долгов, без случаев новых заимствований. Долларовый долг по-прежнему вызывает опасения у отечественных эмитентов, особенно на фоне роста в течение года ставок по долларовым инструментам и ослабления национальной валюты. В 2018 году такое отношение эмитентов лишь укрепилось, рынок долларовых еврооблигаций рассматривался ими прежде всего как возможность пролонгирования старых валютных долгов. В частности, мы участвовали в качестве совместного организатора в комплексной транзакции АО НК «КазМунайГаз» по управлению обязательствами и пролонгации долгового профиля в первой половине 2018 года. Использованная в данной сделке структура вывода старых выпусков облигаций из рыночного обращения и их замена новыми долгосрочными выпусками вкупе с гармонизацией корзины ковенант стала своевременной и весьма эффективной для АО НК «КазМунайГаз».

Совокупно сделок по управлению обязательствами, которые сочетали бы в себе элементы exchange offer, в Казахстане прошло уже четыре, Halyk Finance принимал участие в каждой из них в качестве совместного организатора.

— В прошлом году открылась новая казахстанская биржа AIX. Что ее появление означает для участников рынка?

— Для нас в целом второе полугодие 2018 года прошло под знаком AIX. С нашим участием прошло первое и пока единственное публичное размещение ценных бумаг на торговой площадке биржи (IPO АО НАК «Казатомпром» — мирового лидера по производству урана) и первый выпуск корпоративных еврооблигаций (АО НК «Қазақстан темір жолы»).

Опыт IPO Казатомпрома полезен не только первым открытием рыночных торгов на AIX в двойном валютном формате, но и первым осуществлением листинга как тенговых, так и долларовых инструментов на одной и той же биржевой площадке. К тому же впервые в истории отечественного рынка капитала первичные расчеты по размещаемым международным ценным бумагам прошли полностью через казахстанскую торговую и депозитарно-расчетную систему AIX, а не через торговые линии с глобальными букраннерами и внебиржевые расчеты между брокерами и международными букраннерами, как это исторически осуществлялось в локальной части размещения еврооблигаций казахстанских эмитентов. Поясню подробнее.

Процесс расчетов по подписке отечественных инвесторов по ценным бумагам казахстанских эмитентов, предлагаемым на международных рынках, традиционно проходил исключительно через иностранных букраннеров, что требовало наличия торговых линий с таковыми. Сам по себе процесс получения торговой линии с иностранным банком — не простой, поскольку вовлекает лимитные политики букраннеров, прохождение KYC и тому подобное. А в условиях постоянно меняющихся иностранных букраннеров и вытекающего из этого вероятного отсутствия торговых линий у доброй половины казахстанских

340 БАЗИСНЫХ ПУНКТОВ ЗА 15 МЕСЯЦЕВ — ЭТО СУЩЕСТВЕННОЕ И ОЧЕНЬ БЫСТРОЕ СНИЖЕНИЕ НА ЛОКАЛЬНОЙ БЕЗРИСКОВОЙ КРИВОЙ

инвесторов были нередки случаи лихорадочного поиска посредника для возможности рассчитаться через так называемую «свечку», что помимо организационных барьеров вело к удорожанию участия в размещениях для отечественных инвесторов.

В схеме, которая была разработана и применена в IPO Казатомпрома, казахстанским инвесторам (в частности, отечественным брокерам и управляющим активами) не потребовались торговые линии ни с одним из букраннеров проекта — локальный транш рассчитался напрямую через торговую и депозитарно-расчетную систему AIX.

Мы считаем, что подобная схема может стать достаточно востребованной технической опцией для локального рынка облигаций при дальнейшем развитии биржи и росте привлекаемой ликвидности через ее каналы. Пока в торговой системе AIX торгуются только два долевых инструмента — это упомянутые акции и GDR АО «НАК «Казатомпром».

— Каковы ваши прогнозы по объемам рынка первичных размещений на 2019 год?

— Учитывая, что обстоятельства 2018 года, помешавшие продолжавшемуся до этого момента росту тенговых размещений, не несли в себе элементов кризисных явлений и фундаментальных рыночных шоков, нам представляется довольно вероятным возврат позитивных ожиданий в отношении отечественного долгового рынка. К тому же спрос на тенговые инструменты и тенговая ликвидность никуда не исчезали. Если рассмотреть настроения, которые «гуляли» на рынке в течение первого полугодия 2018 года, видно, что основная проблема заморозки размещений этого периода лежала в несовпадении мнений эмитентов и инвесторов. Когда инвесторы готовы были фиксировать доходность по корпоратам на текущих уровнях, аналогичной готовности со стороны эмитентов не было. Последние, видя форсированное снижение доходности госбумаг, были настроены на сопоставимое и никак не меньшее понижение уровня предъявляемой доходности к их облигациям, что, в свою очередь, не нашло отклика со стороны инвесторов. Во втором полугодии изменились уже внешние факторы, но даже при их давлении размещения, прошедшие в этот период, показали: при должном уровне таргетирования ставок доходности со стороны эмитента интерес инвесторов возвращался.

Таблица 1. Рэнкинги организаторов корпоративных облигаций Казахстана, 2018

#	Инвестиционный Банк	Объем, млн. USD	Доля рынка	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	Цесна Капитал	1 010 000	43.92%	2	8
2	Банк ЦентрКредит / BCC Invest	549 470	23.89%	5	10
3	ForteBank	220 000	9.57%	1	1
4	Казкоммерц Секьюритиз / КазКоммерцБанк	216 385	9.41%	5	9
5	Halyk Finance / Народный банк Казахстана	110 339	4.80%	4	4

Таблица 2. Рэнкинги организаторов корпоративных облигаций Казахстана, 2018 (рыночные выпуски)*

#	Инвестиционный Банк	Объем, млн. USD	Доля рынка	Количество заемщиков	Количество кредитов
1	Казкоммерц Секьюритиз / КазКоммерцБанк	194 649	42.32%	4	8
2	Банк ЦентрКредит / BCC Invest	99 470	21.63%	4	9
3	Halyk Finance / Народный банк Казахстана	35 339	7.68%	3	3
4	ZIM Capital	33 700	7.33%	1	1
5	ИФД RESMI	26 550	5.77%	1	1

* Из данного рэнкинга исключаются все сделки, нерыночность которых была освещена в СМИ. Рэнкинг организаторов рыночных размещений носит справочный характер.

Таблица 3. Рэнкинги организаторов корпоративных еврооблигаций Казахстана, 2018

#	Инвестиционный Банк	Объем, млн. USD	Доля рынка	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	Citigroup	750	18.17%	2	4
2	Mitsubishi UFJ Financial Group	727	17.61%	2	4
3	XHalyk Finance / Народный банк Казахстана	707	17.13%	2	4
4–5	JP Morgan	650	15.75%	1	3
4–5	UBS	650	15.75%	1	3