Татьяна Батищева,
независимый эксперт

До лучших ВРЕМЕН

ЭМИТЕНТЫ И ИНВЕСТОРЫ ОЖИДАЮТ ВОССТАНОВЛЕНИЯ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ БОНДОВ ЛИШЬ ПОСЛЕ УЛУЧШЕНИЯ СИТУАЦИИ НА МИРОВЫХ РЫНКАХ.

Рынок облигаций пребывает в состоянии анабиоза. За первые пять месяцев 2008 года АФН зарегистрировало 29 выпусков облигаций на сумму 198 млрд тенге. Это гораздо меньше показателя 2007 года, когда за аналогичный период были зарегистрированы 38 выпусков объемом 240.5 млрд тенге. Показательно и то, что с начала года отсутствуют первичные биржевые размещения. Почти все эмитенты предпочитают договариваться о дисконте напрямую с инвесторами, поэтому размещения идут вне биржи. И без того не слишком ликвидный сектор корпоративного долга сбавил обороты. Оборот вторичного рынка упал наполовину. Картину дополняет ситуация, когда доходность большинства облигаций давно опередила текущая инфляция.

Понятно, что облигации всегда считались инструментом консервативных стратегий. Однако купон в 9–11% годовых, который предлагает часть компаний, уже ниже доходности некоторых госбумаг. Это значительно снижает круг покупателей, поскольку наиболее спекулятивно настроенные инвесторы, те же управляющие компании, в начале января ушли из бондов. К 1 апреля в их портфелях находилось всего 3.7% этих инструментов, хотя еще осенью было 15%. Свои активы большинство УК вывели на денежный рынок, и в результате инвестиции в капитал юридических лиц на начало 2008 года достигли 47.8%, а к весне — 58.72%.

С увеличением уровня инфляции, а в мае 2008 года она составила 1% (в апреле — 0.9%), УК стали более активно искать инструменты, обеспечивающие дополнительную маржу над инфляцией. Большинство облигаций такую защиту сейчас не дают. Поэтому ПИФы с агрессивной стратегией по-прежнему держат деньги в кэше, на рынке РЕПО, и даже увеличили свои позиции в GDR и акциях казахстанских компаниях. В некоторых портфелях их прирост составил 50%. Со своей стороны, консервативные ПИФы еще больше вложились в корпоративные облигации. Поддерживают рынок бондов и пенсионщики.

ИНФЛЯЦИЯ ЗДЕСЬ ПРАВИТ БАЛ

После того как прошлым летом случился мировой кризис ликвидности и стоимость денег в экономике резко подскочила, часть эмитентов подняла ставку доходности, и в результате цены облигаций упали. Это открыло новые возможности инвесторам, играющим на росте рыночной стоимости облигаций. Статистика показала, что в сентябре 2007 года оборот вторичного рынка облигаций достиг максимального значения за девять месяцев текущего года — почти $671.8 млн. И хотя в последующие три месяца оборот был в два раза меньше, инвесторы все же рассчитывали на скорейшую стабилизацию ситуации и падение ставок доходностей, так как при колебаниях рынка при досрочной продаже бондов можно получить доход выше или ниже доходности к погашению.

К апрелю 2008 года обстановка на финансовом рынке значительно выправилась по сравнению с тем, что наблюдалось во второй половине 2007 года. Тенговая ликвидность восстановилась, и стоимость денег на рынке упала почти до предкризисного уровня. Однако ставки доходности не изменились: ожидаемого падения не произошло, как не случилось и их дальнейшего роста. Инвесторы продолжают ждать понижения, но пока что

их ожидания затянулись из-за разыгравшейся инфляции, которая поддерживает устойчивость облигационных ставок.

Если посмотреть на структуру облигаций, то большинство выпусков привязано к текущему уровню инфляции, который продолжает оставаться на высоком уровне: среднегодовая инфляция (январь-май 2008 года к январю-маю 2007 года) составила 19,5%. Вполне закономерно, что инвесторы хотят видеть доходность выше этой цифры. Однако платить больше эмитенту невыгодно, ведь в своем бизнес-плане он уже четко рассчитал будущие платежи по обслуживанию долга. Поэтому практически все выпуски имеют потолок купонной доходности, оговоренный в регистрационных документах, то есть инфляцию + маржу, но не более определенного процента. Если выпустить облигацию «без потолка», то риск того, что инфляция будет расти и на нее придется накручивать купон, будет слишком высок. Именно поэтому во многих облигациях риски роста инфляции уже были заложены при размещении. Средний уровень купонной доходности таких бумаг — 11–12%, который, конечно же, не устраивает инвесторов, для которых важна доходность, возмещающая инфляцию.

Анализ последних выпусков показывает, что все они имеют консервативную и фиксированную купонную доходность, определенную на весь период обращения. Например, облигации второго выпуска ДБ «Альфа-Банк» дают инвесторам 12% годовых на весь трехлетний срок обращения. За тот же период четвертый выпуск бондов АО «Казинвестбанк» предлагает 10% годовых. Ставка вознаграждения пятого выпуска пятилетних облигаций АО «Мангистауская распределительная электросетевая компания» — 16.0% годовых. И второй эшелон: ТОО «Oilan Ltd.» — 13% годовых на три года и ТОО «КСМК-2» — 12% годовых за аналогичный период.

Похоже, их эмитенты уверены в том, что инфляция в будущем снизится и предлагаемые доходности будут выше. Однако в нынешних условиях, чтобы разместиться, им придется сделать реверанс в сторону рынка. «Сейчас банки предлагают депозиты под 10–14% годовых, поэтому можно объявить купон в 12–14%, но наверняка такие облигации будут проданы с премией, — считает председатель правления ASYL INVEST Даулет Усеров. — Основным ориентиром для инвесторов продолжает оставаться доходность, покрывающая уровень инфляции. Если нужно выбирать между депозитом и покупкой облигаций с одинаковым годовым доходом, как правило, инвестор предпочтет банковский вклад. Или же пойдет искать бумаги с более высокой доходностью».

Есть на рынке облигации, которые не имеют верхнего предела купонной ставки. Однако в условиях, когда инфляция выходит из-под контроля, эта структура чревата тем, что стоимость денег обходится чересчур дорого. В частности, тенговые облигации компании Glotur показывали доходность до погашения свыше 20% годовых.

ДЕНЕЖНЫЕ ДЕЛА

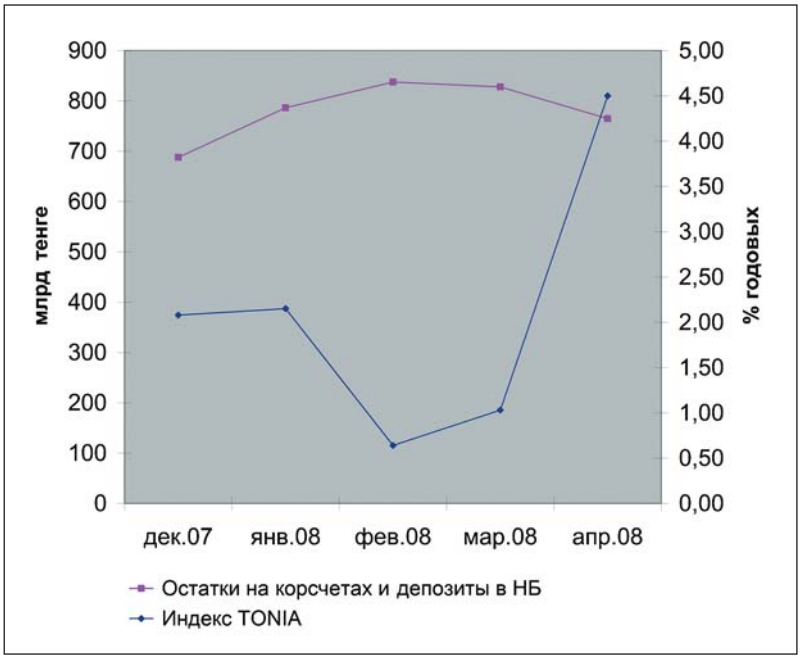
Важной для понимания тенденций рынка облигаций является текущая ситуация на денежном рынке, иначе говоря, кто сейчас формирует стоимость средств, а кто является их источником.

Основный спрос на деньги по-прежнему идет со стороны коммерческих банков. Именно они формируют цену денег на межбанке и рынках РЕПО. Главными поставщиками длинных и недорогих денег выступали иностранные займы и институциональные инвесторы. На внутреннем рынке банки оставались ключевыми эмитентами корпоративных облигаций и определяли развитие этого рынка. Год-полтора назад банки привлекались на уровне 8–9% годовых, продавая аффилированным НПФ собственные долгосрочные облигации по низким ставкам. Тем самым банки создавали некий бенчмарк для других заемщиков и держали рынок на невысокой доходности.

После того как мировой кризис ограничил возможности новых внешних заимствований для казахстанских банков, последним срочно пришлось искать альтернативу. Для преодоления разрыва в краткосрочной ликвидности банки активизировали работу с населением. Общая сумма вкладов, привлеченных банками от юридических и физических лиц, увеличилась за пять месяцев на 394.7 млрд тенге (5.8%). Но для банков фондирование за счет депозитной базы более дорогое, к тому же, депозиты дают лишь краткосрочный капитал.

Поэтому основную помощь банковская система получила от государства. Во-первых, в виде потоков средств, которые прокачиваются через их счета для подержания проблемных секторов экономики — того же строительства или МСБ. Во-вторых, Национальный банк предоставил банкам второго уровня займы рефинансирования в виде проведения операций обратного РЕПО под залог государственных и агентских ценных бумаг, для чего банки стали стремительно наращивать в своих портфелях объем госбумаг. С января по апрель он увеличился с 38.52% до 48.4%.

Ликвидность на казахстанском рынке



Источник: АФН, KASE

Из-за того что денежная масса стала сжиматься, банки увеличили ставки по ссудам и депозитам. Рост этих ставок, в свою очередь, привел к уменьшению спроса на ценные бумаги и увеличению их предложений, поскольку при дорогих кредитах более выгодным становится прямое финансирование.

Скорее всего, в ближайшем будущем банки и дальше будут рассматривать кредитные ресурсы в качестве основных финансовых поступлений. Заместитель председателя Национального банка Данияр Акишев уже заявил о том, что половину из $1 млрд, которые в этом году ЕБРР планирует инвестировать в экономику Казахстана, предполагается направить в банковский сектор.

Кроме того, выяснилось, что занимать на Западе попрежнему выгодно. Апрельское размещение еврооблигаций Народного банка еще раз это подтвердило — 9.5% годовых. В том же периоде средневзвешенная ставка по кредитам в тенге физическим лицам составила 19.3%, а для юридических лиц — 15.5–15.9%. Ставка вознаграждения по срочным тенговым депозитам предлагала физическим лицам 11.7%. Выгода очевидна. Правда, сейчас ею могут воспользоваться лишь финансовые институты с низкой долговой нагрузкой.

Задействуют банки и внутренние резервы. Акционеры Казкомбанка, АТФБанка, Цеснабанка, Дельта Банка, Темірбанка приняли решение не выплачивать за 2007 год дивиденды по простым акциям, а направить полученную прибыль на развитие бизнеса. Скорее всего, их примеру последуют и другие владельцы банков. Кстати, не так давно совет директоров АТФбанка принял решение о размещении 2.2 млн простых акций путем реализации акционерами права преимущественной покупки. Дополнительный капитал банкам может принести продажа непрофильных активов или привлечение стратегических инвесторов.

Что же касается пенсионных фондов, то они все так же остаются основными потребителями этих инструментов и ждут новых выпусков. «Деньги у НПФ есть, нет новых облигаций. Инструменты, находящиеся в листинге А, уже накуплены, новых эмиссий рынок не предлагает. Если кто и выходит сейчас, то в листинг В. Прирост пенсионных активов идет, а размещать их некуда: сохранность превыше всего», — поясняет Даулет Усеров.

А что же рынок облигаций? Теоретически его дела должны складываться неплохо. Поддерживая ликвидность банков, государство параллельно решает обратную задачу снижения денежной массы. Основной целью на 2008 год правительство объявило удержание уровня годовой инфляции в пределах 7.9–9.9% и сжатие денежной массы на 11.4% до 4088 млрд тенге. При этом Данияр Акишев указал на то, что в текущем году наблюдается риск роста кредитных ставок и, соответственно, снижение спроса на банковские кредиты. А значит, должны заработать альтернативные механизмы фондирования предприятий, в частности, выпуск облигаций.

Тем не менее, прогнозы участников рынка не так оптимистичны. Ввиду того что деньги сейчас дорогие, что увеличивает себестоимость продукции, часть эмитентов постарается использовать внутренние ресурсы, например генерируемый кэш, и будет прибегать к выпуску облигаций в случаях, когда нужно профинансировать какой-либо инвестиционный проект или расширение бизнеса.

Те же банки не спешат осуществлять новые выпуски облигации в массовом порядке. С начала года лишь несколько средних банков воспользовались этим механизмом кредитования, так, ДБ «Альфа-Банк» решил привлечь 3 млрд тенге, Нурбанк — 5 млрд тенге, Альянс Банк — 7 млрд тенге, Казинвестбанк — 12 млрд тенге. Однако ждать больших размещений банковских облигаций в ближайшее время не следует. «Одно дело выпустить бумаги и зафиксировать ставку купона, другое дело — дать ту доходность, которую хочет рынок. В настоящий момент, несмотря на то что банки испытывают дефицит финансирования, хотя и продолжают процесс выдачи кредитов, для них важны объемы эмиссий и доходности, — отмечает директор управления корпоративного финансирования «ТуранАлем Секьюритис» Евгения Боженко. — Доходность в 18–19% — это несколько выше, чем на сегодняшний день могут предложить банки».

ФАКТОР ИНВЕСТОРА

Сильно придавила сектор облигаций его низкая ликвидность, которая лишь обострилась из-за кризиса ликвидности: новых размещений происходит мало, активность на рынке облигаций слабая, не позволяющая инвесторам сбрасывать старые бумаги. Даже если инвестор хочет продать бумагу, достаточно сложно найти на вторичке предложение, которое бы устроило продавца актива. Все это сделало поведение инвесторов более осторожным. Нынешняя позиция большинства из них — отсидеться в кэше. Кроме того, нет ясности, что же все-таки с рынком акций, многие ждут его восстановления и держат деньги в краткосрочных активах — на рынке РЕПО или госбумагах. Удешевление денег, которое можно было наблюдать по овернайту, как раз связано с тем, что банкам и НПФ нужно куда-то вкладывать вои активы. «Основные участники авторепо — банки и пенсионные фонды, имеющие в портфелях ГЦБ. Если смотреть доходность по корпоративным бумагам, то ставки РЕПО по сравнению с 2007 годом намного поднялись. Привлечь деньги на срок 1–12 месяцев стоит от 10% до 15%, — комментирует Даулет Усеров. — Это связано как с повышением общерыночных рисков, так и с тем, что владельцам бумаг необходимы быстрые деньги. Если это сами эмитенты, то в данном случае они расширяют источники фондирования, поскольку взять в РЕПО под залог своих бумаг дешевле и проще, чем кредит в банке».

Других весомых денег на рынке облигаций пока нет. Не поддерживают рынок иностранцы и розничные инвесторы. По словам начальника департамента информации и анализа KASE Руслана Дзюбайло, «нерезидентов наш рынок облигаций не интересует, так как для них это довольно сложный инструмент, и те, кто ищет первоклассных эмитентов, видят в нашем рынке риски». Поэтому основная часть нерезидентов, инвестирующих в облигации на KASE — соотечественники, имеющие счета в оффшорах. Для физических лиц облигации привлекательны, так как депозиты приносят сейчас 12–14% годовых. Некоторые облигации дают доходность до погашения 25% годовых, поэтому интерес розничных инвесторов чуть увеличился — с 9% до 11%.

Серьезную конкуренцию рынку корпоративных облигаций составляет сегодня сектор госбумаг.

Его ликвидность обеспечена надежностью этих инструментов и тем фактом, что НПФ зарегулированы нормативами по ГЦБ. Ежемесячный прирост пенсионных активов составляет в среднем 20 млн тенге, которые необходимо инвестировать.

В последние годы государство менее охотно занимает деньги на рынке ценных бумаг в связи с высоким профицитом бюджета. Однако недавние проблемы на международных кредитных рынках подстегнули спрос на государственные ценные бумаги, считающиеся самыми безрисковыми инвестициями. Это привело к тому, что фиксированные процентные ставки по государственным ценным бумагам выросли ненамного, тогда как доходности рынка корпоративных облигаций выросли значительно. Тем не менее, стоимость заимствований для государства подорожала в связи с ростом инфляции — если раньше можно было привлечься по 5–6%, то сейчас по 8–9% годовых на несколько лет. В то же время правительство размещает облигации, процентная ставка по которым на 100% привязана к инфляции, тогда как практически все инфляционные корпоративные облигации имеют потолок процентной ставки — купона, который значительно ниже текущей инфляции.

«Активы НПФ растут ежемесячно, поэтому спрос есть на многие виды активов. Сегодня номинальная доходность ГЦБ по сравнению с тем, что было два года назад, выше, но с учетом инфляции этот показатель снизился для ценных бумаг с фиксированным купоном. Если инфляция за 2007 год составила больше 18%, то доходность по краткосрочным ГЦБ — 6%, более длинные облигации Минфина — 8.5% и более. Подобные ставки означают либо ожидание рынком того, что инфляция существенно снизится, и те доходности, которые сейчас существуют, будут выше инфляции. Либо высокую ликвидность, то есть деньги ищут, куда бы разместиться. В то же время, многие инвесторы сейчас осторожно инвестируют в более рисковые активы, поэтому высокий спрос на менее рисковые бумаги ведет к тому, что цена по ним более высокая, а доходность — более низкая, — отмечает управляющий директор ГНПФ Исагали Конысбаев. — Бенчмарком для инфляционных бумаг, которые доступны исключительно пенсионным фондам, на рынке являются МЕУЖКАМы с процентной ставкой равной инфляции плюс 0.5% (сейчас это около 19% годовых), которая конкурирует с корпоративными доходностями. Но благодаря мерам государства инфляция не будет оставаться такой высокой, поэтому корпоративные облигации с фиксированными ставками сейчас также пользуются высоким спросом. Но наиболее высокодоходным сектором остается рынок акций, который, будучи долевым инструментом, в долгосрочной перспективе приносит более высокую доходность, чем облигации, хотя и с более значительными ценовыми колебаниями».

Для того чтобы помочь пенсионным фондам съесть эти лимиты, Минфин будет только наращивать выпуск длинных госбумаг и тем самым отвлекать деньги с рынка корпоративного долга. «На рынок должны прийти новые инвесторы, либо «физики», либо управляющие компании, их интересует доходность, она сейчас хорошая, однако бумаги не ликвидные. Сегодня эффективен лишь финансовый сектор с рейтингами, оборотами и динамикой развития и все. Но даже эти бумаги реализовать сегодня очень сложно. Огромную роль для ликвида играет ситуация на финансовом рынке. Сейчас выгоднее деньги держать в деньгах, нежели во что-то вкладываться», — резюмирует Евгения Боженко.

КТО НА ОЧЕРЕДИ?

Тем не менее, новые эмитенты на рынке есть. Примечательным явлением можно назвать тот факт, что с начала года на рынок вышел целый пул компаний второго эшелона. Объемы их предложения пока невелики — от 500 млн до 5 млрд тенге, а срок заимствования составляет от 3 до 5 лет. Важен и тренд — если раньше срок заимствования удлинялся, то сейчас, на примере второго эшелона, он сокращается. Это связано с тем, что инвесторы несут риски, покупая бумаги нераскрученных эмитентов, а также с опасением инвесторов вкладываться в бумаги на долгосрочный период.

Вместе с тем, данную ситуацию нельзя в полной мере назвать поворотным пунктом для рынка корпоративных облигаций. Да, по прогнозам экспертов, большое число средних компаний готовятся к фондированию посредством выпуска долговых бумаг, их не пугает высокая доходность. Главный вопрос: кто их инвестор? Основными деньгами рынка попрежнему остаются пенсионные активы, которые ограничены в инвестиционных возможностях из-за требований по наличию у ценных бумаг рейтинговых оценок. По словам Руслана Дзюбайло, тенденции массового прихода на рынок облигаций второго эшелона еще нет — из-за отсутствия инвесторской базы. Второй эшелон в худшем случае получит от выпуска бондов кредитную историю, в лучшем сможет свободно продать свои бумаги.

Ведь по ранее выпущенным облигациям банковского сектора маркетмейкеры предлагают доходность на уровне 17–19% годовых, что намного превышает намеченную доходность эмитентов категории B: тот же Альянс Банк дает в валюте почти 30%, а Казкоммерцбанк — 25%. Учитывая, что ГЦБ приносят сейчас 19%, второй эшелон должен выставляться свыше 20%, что ему абсолютно невыгодно.

За счет чего же будет расти сектор корпоративного долга? Чтобы рынок заработал, пошли сделки, должна измениться ситуация на мировом рынке, считают аналитики. Когда откроются рынки капитала, наши банки пойдут за деньгами туда, и у НПФ появятся свободные деньги, чтобы покупать рыночные бумаги. Да и сам рынок будет развиваться более взвешенно. «То, что было в прошлом году, эта была временная болезнь роста. Рынок корпоративных облигаций опередил себя, поэтому была необходима коррекция. После того как банки и корпоративный сектор реструктуризируют свои долги, облегчат кредитное бремя, снова возобновится нормальный рост рынка облигаций», — уверен Исагали Конысбаев.

При этом весомой проблемой может остаться высокая инфляция, которая будет тянуть ставки ввысь и делать фондирование на открытом рынке не очень выгодным. Хотя прогноз экспертов Международного валютного фонда по экономическому развитию Казахстана позитивен: они считают, что инфляция к концу года снизится до 10%. Однако макроэкономических предпосылок уменьшения ставки инфляции нет, наоборот, мировые цены на основные виды продовольствия и энергоносителей увеличились еще больше.

Нет оснований и для снижения инфляции внутри страны. Причины инфляции — высокий приток капитала, расширение денежного предложения, рост доходов населения над темпами роста производительности труда — слишком глобальны для того, чтобы решить их за оставшиеся полгода. Значит, ориентиром по инфляции для инвесторов по-прежнему будут 20% годовых.