Игорь АКСЕНОВ,
вице-президент, специалист по рискам на рынке секьюритизированных продуктов, Barclays Capital

US Bond Market: новый инвестиционный цикл

Кредитная система США претерпела серьезные изменения в результате финансового кризиса 2008 года. Заимствования финансовых организаций и кредиты домохозяйствам, направленные прежде всего на потребление, сменились затягиванием поясов потребителей и сокращением финансовых операций. В условиях глубокого экономического кризиса серьезно выросли заимствования федерального правительства. После провала 2009 года неизменным остался только уровень кредитования нефинансовых организаций реальной экономики.

СТАТИСТИКА

В последние годы рынок корпоративных облигаций в США находится в состоянии восстановительного роста. Для правильной оценки ситуации стоит рассмотреть данные ФРС о денежных потоках, а также динамику капитальных вложений и статистику общей задолженности нефинансовых организаций экономики.

Настоящий бум заимствований пришелся на конец 1990-х — начало 2000-х годов, когда чистый уровень долга возрастал на 5–15% ежегодно для облигаций с инвестиционным рейтингом. С учетом погашений в 1998–2000 годах было выпущено облигаций на сумму около $570 млрд в год. Крах интернет-бума в 2001 году привел к резкому спаду капитальных вложений в 2002–2004 годах и к сокращению объема заимствований — с 2001-го по 2006 год сумма погашенных облигаций превышала новые выпуски на 1–5% в год для бумаг всех рейтингов.

Новая волна корпоративных займов пришлась на 2006–2009 годы, вслед за восстановлением роста капитальных вложений в 2005 году. Годовой прирост чистого долга (до 15% в год для облигаций с инвестиционным рейтингом, до 20% в год для прочих облигаций) сохранялся до конца 2008 года. Объем заимствований вырос с $200 млрд в 2003 году до максимума в $1.3 трлн в 2007 году. При относительной дешевизне кредитных ресурсов немалая часть новых заимствований была направлена на слияния и поглощения, пик которых пришелся также на 2007 год.

Послекризисное сокращение капитальных вложений на 15–20% в год между 2009-м и 2011-м годом привело к резкому сжатию рынка заимствований для компаний с инвестиционным рейтингом. Естественно, на рынке низкокачественных облигаций спад был намного глубже и достигал 20–30% в тот же период. Провал оказался настолько значительным из-за фактического закрытия рынка в конце 2008 года (когда формируются бюджеты на следующий год) и многомесячного лага до возобновления кредитования со второй половины 2009 года. Поэтому в 2009 году был зафиксирован реальный отток денег из корпоративного сектора в $245 млрд. В результате общая задолженность корпораций сократилась на 5%.

Рост капитальных вложений вновь начался в 2011 году, с показателями прироста 10–15% для компаний с инвестиционными рейтингами и до 30% для прочих. В это же время общий долг корпораций начал расти

темпами 5–10% годовых, в денежном выражении он увеличился с $163 млрд в 2010 году до 687 млрд в 2012 году.

СЕКТОРЫ

В предкризисные годы на финансовый сектор приходилось до 50% всех займов с инвестиционным рейтингом; сейчас их доля упала до 25%. В нефинансовом секторе традиционно преобладают займы индустриальных корпораций, которые одни из первых смогли восстановить свои кредитные линии в 2009 году.

В настоящий момент рынок корпоративных облигаций с инвестиционными рейтингами состоит из бумаг финансовых организаций ($1.9 трлн), индустриальных компаний ($1.5 трлн с рейтингом BBB, $1.4 трлн — бумаги более высокого качества) и компаний электро- и водоснабжения (около $400 млрд). Около 48% бумаг имеют краткосрочный характер (до 5 лет), 23% являются долгосрочными (10 лет и выше); оставшаяся доля приходится на среднесрочные облигации. Стоит отметить, что эти цифры включают выпуски иностранных эмитентов с развитых ($1.2 трлн) и развивающихся рынков ($500 млрд).

В текущем году основным заемщиком среди компаний с инвестиционными рейтингами являются банковская сфера (24% общего объема), энергетика (12%) и нефтегазовые компании (9%).

Компании, рейтинги которых не дотягивают до инвестиционного, обычно занимают или на рынке облигаций ($1 трлн), или с помощью синдицированных кредитов ($560 млрд). Долг этих компаний пережил феноменальный рост, за 10 лет удвоивший рынок облигаций и увеличивший рынок банковских займов в четыре раза. Только с 2005-го по 2008 год благодаря всплеску активности на рынке слияний и поглощений объем банковских займов вырос с $250 млрд до $596 млрд.

Индекс Bank of America дает хорошее представление о наиболее значительных элементах рынка облигаций с неинвестиционными рейтингами. В настоящий момент энергетика, индустрия производства материалов, финансовые организации и сектор телекоммуникаций делят поровну около 40% рынка.

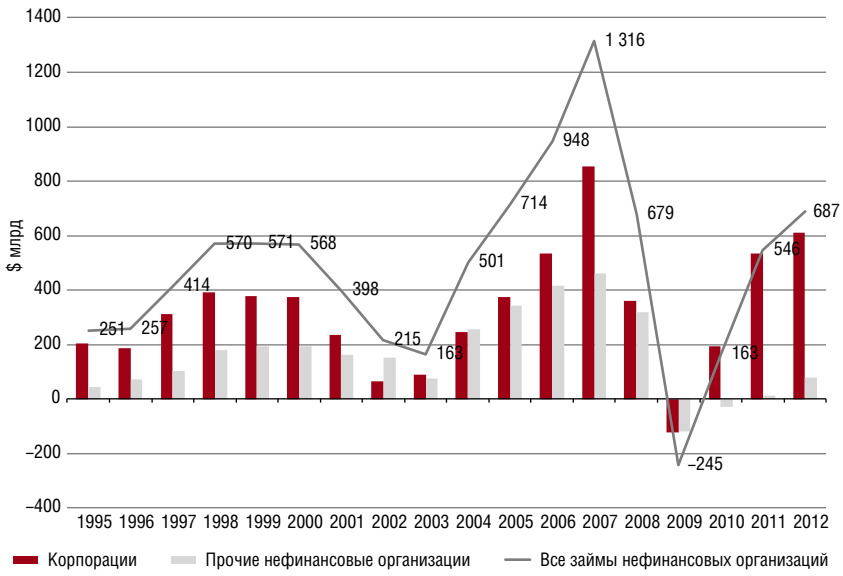
Стоит вспомнить, что кредитному кризису предшествовала целая волна займов, которые выдавались на финансирование проектов, основанных на крайне оптимистических прогнозах. Это относилось ко всем типам кредитования — от продаж коммерческой недвижимости[1] до сделок слияния–поглощения в энергетической сфере[2]. В то время появился ряд инструментов, рассчитанных на высокорисковых заемщиков, к 2008 году занявших до 20% рынка займов и до 35% рынка облигаций ниже инвестиционного

Рисунок 1
Заимствования в экономике США

[1] Например, покупка комплекса коммерческого жилья Cooper Town Stuyvesant Village в Нью-Йорке консорциумом инвесторов в 2006 г. за $6 млрд (на пике рынка). Теперь он оценивается в $2 млрд.

[2] Покупка компании TXU консорциумом инвестиционных фондов в 2007 г. на пике рынка; изменение динамики цен на энергоресурсы и невозможность рефинансирования делают банкротство неизбежным.

Рисунок 2
«Американские горки»: динамика займов между 2007-м и 2012-м г.



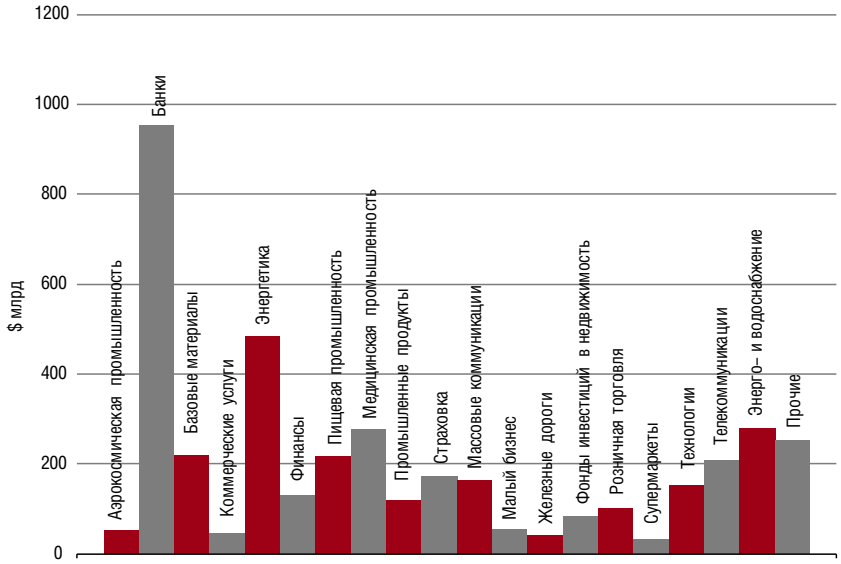


Рисунок 3
Отраслевая структура заимствований на американском рынке облигаций с инвестиционным рейтингом

рейтинга[1]. Тем не менее, несмотря на опасения некоторых инвесторов, активность на рынке продолжала нарастать благодаря постоянному увеличению спроса.

В 2008 году удалось предотвратить полный коллапс только за счет беспрецедентных вбросов ликвидности. Тем не менее все осознавали, что получена лишь отсрочка. Начиная с 2009 года главной темой стала так называемая стена погашений (Maturity Wall). По расчетам финансистов, в ближайшие несколько лет (2011–2014 годы) предстояло погашение заимствований очень многих компаний. Существовала реальная угроза многочисленных дефолтов. В 2009 году погашение, равно как и рефинансирование всей суммы задолженности, выглядело невозможным. Существовала угроза цепной реакции, которая привела бы к потерям среди инвесторов всех типов — секьюритизации, пенсионных фондов, фондов денежного рынка.

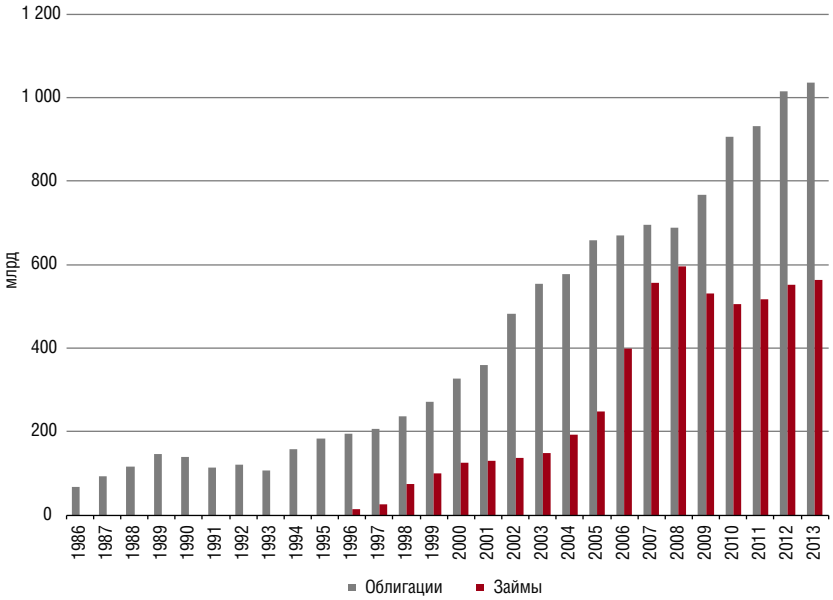
Многие банки в условиях кризиса ликвидности 2007–2008 годов были близки к банкротству. Они были не в состоянии предложить новые кредиты и опасались дефолтов по огромному количеству старых займов. В таких условиях единственной стратегией стало amend and extend: смягчение условий займов (с точки зрения соблюдения юридических и бухгалтерских нормативов) при одновременном повышении процентных ставок и продлении срока кредитования.

Масштабные заимствования на рынке стали возможны во многом из-за программ ФРС, направленных на поддержание ликвидности рынков капитала. Как только появилась такая возможность, ряд организаций, находившихся на грани банкротства из за остановки кредитного рынка, рефинансировали свои краткосрочные займы[2] на более долгосрочные. В свою очередь, программа количественного снижения кредитных условий серьезно удешевила стоимость заимствований, что подтолкнуло более благополучные компании к реструктуризации своих балансов. В результате за достаточно короткий период времени в 2009–2010 годах волна погашений, первоначально планировавшихся на 2010–2014 годы, была отнесена на 2014–2018 годы. В связи с ухудшением финансового положения и ненадежностью банков многие компании были вынуждены отказаться от синдицированных займов в пользу облигаций.

Тем не менее после остановки кредитных рынков в 2008 году большинство компаний потеряли доступ к любым кредитным ресурсам. Наибольший урон

[1] Pay In Kind bonds — позволяет не платить купон, а добавлять его к основной сумме долга; Covenant Light loans — договор займа включает меньшее, чем обычно, число ограничений по соблюдению нормативов отчетности (долг/капитал и тому подобное).

Рисунок 4
Облигации и синдицированные кредиты на рынке США



[2] Прежде всего необеспеченные краткосрочные облигации — commercial paper.

понесли эмитенты с неинвестиционными рейтингами. На пике кризиса в середине 2009 года дефолты превысили 15%, опередив последствия интернет-бума в начале 2000-х годов.

Если проанализировать отраслевую структуру корпоративных дефолтов, то становится очевидно, что более всего была затронута автомобильная промышленность, где из-за реорганизации General Motors и Chrysler процент дефолтов достиг 45% существовавших обязательств. Также серьезно пострадали кабельные провайдеры (больше 35% обязательств) и деревообработка (больше 25% обязательств).

РОТАЦИЯ ЗАЕМЩИКОВ

Наступление кредитного кризиса привело к ротации эмитентов. В период экономического подъема традиционно привлекают средства компании так называемых циклических отраслей — электроника, телекоммуникации, авиаперевозки, потребительские услуги. В период спада деньги уходят из этих секторов в более стабильные, которым не свойственны резкие перепады спроса и предложения — компании на рынке базовых потребительских нужд (еда, вода, тому подобное), компании электрического и энергетического снабжения.

Но общая статистика кредитования часто не показывает качественных изменений в структуре экономики. Встряска, вызванная резким сокращением финансирования, часто приводит к уходу с рынка наименее современных и адаптированных к современным условиям компаний. В такой ситуации авиалинии сливаются с конкурентами, чтобы избежать банкротства[1]. Компании потребительского сектора, отстававшие от конкурентов, вынуждены продавать свои наиболее ценные активы[2] или прекращать свое существование[3].

[1] Компания United Continental Holdings образовалась в 2010 г. в результате слияния двух конкурировавших прежде авиалиний. Компании American Airlines и US Airways прошли похожую процедуру после банкротства American Airlines в 2013 г.

[2] Продажа портфеля патентов и подразделения мобильной связи компании Motorola в 2011 г.

[3] Банкротство Eastman Kodak в 2012 г. (реорганизация по статье 11 законодательства), после продажи большинства патентов на 2013 год дальнейшее будущее компании неочевидно.

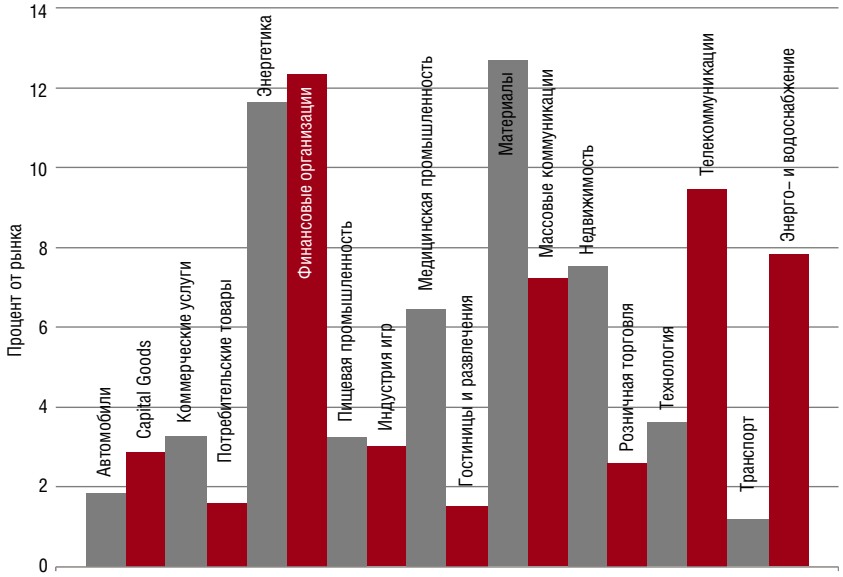
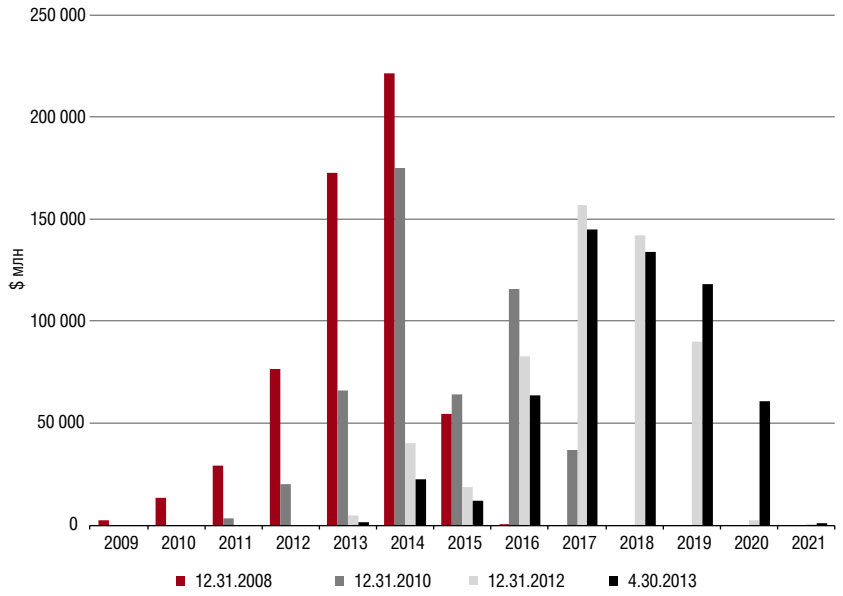


Рисунок 5
Отраслевая структура заимствований на американском рынке облигаций с неинвестиционным рейтингом

Финансовый кризис также продемонстрировал силу новых секторов экономики. Предшествовавший кризису постоянный рост новых форм торговли (прежде всего через Интернет) одновременно с расширением использования мобильных форм связи (за счет более традиционных фиксированных линий) привел к серьезным изменениям на целом ряде рынков. В частности, все большее распространение электронных носителей информации (книг, фильмов, музыки) и компьютерной картографии[4] произвело революцию в издательском деле, сместив влияние и финансовую мощь от традиционных

[4] Google Maps и аналоги.

Рисунок 6
Динамика изменений «стены погашений» синдицированных займов



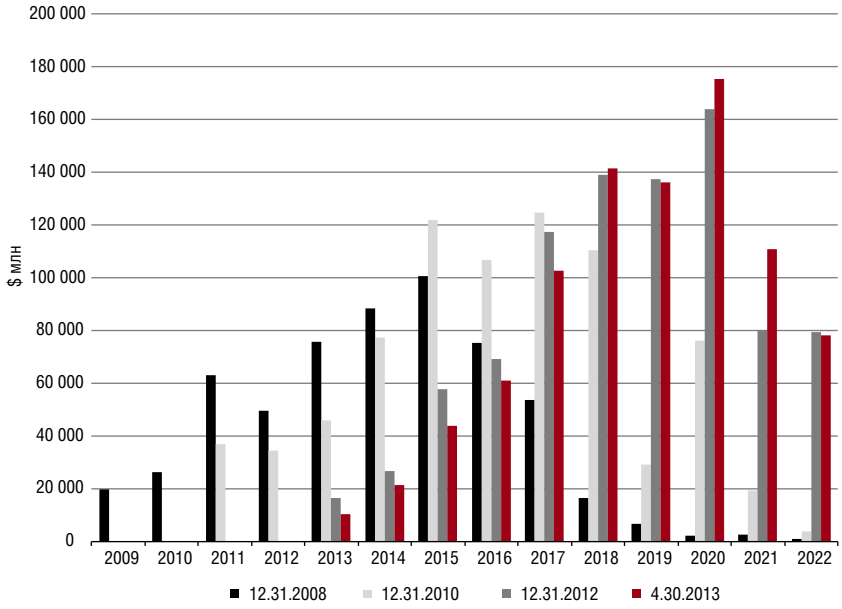


Рисунок 7
Динамика изменений «стены погашений» облигаций неинвестиционных рейтингов

производителей[1] контента к их распространителям (Amazon, Google, Facebook).

Происходят аналогичные изменения и в сфере торговли. Компании с более традиционной бизнес-моделью последовательно теряют свою долю рынка и приближаются к банкротству[2]. При этом более современные компании внедряют новые методы работы с клиентами, что часто означает резкое сокращение площади торговых точек (из-за ухода клиентов в Интернет и изменения нужд оставшихся)[3] или резкое изменение продуктовой линейки (из-за концентрации на других категориях покупателей). Эти шаги имеют последствия для всех сопутствующих и зависимых секторов экономики. Поэтому послекризисный восстановительный рост возвращает к жизни далеко не все компании.

ПРЕДПОСЫЛКИ НА БУДУЩЕЕ

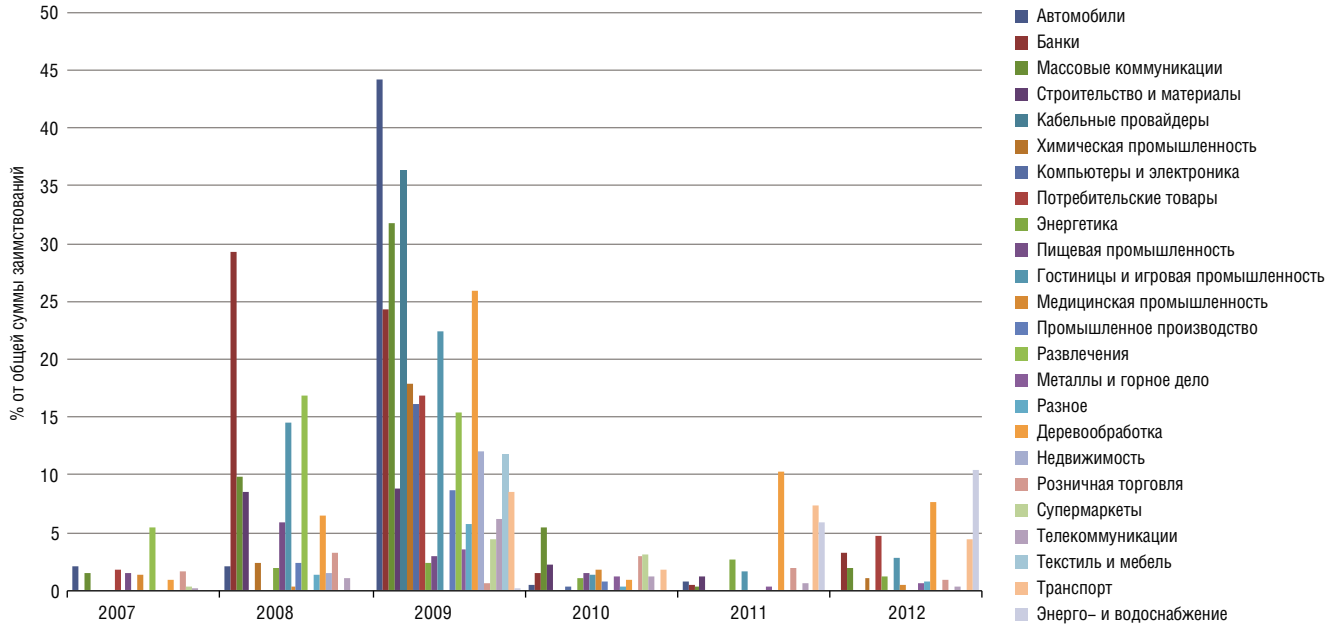
Распространено мнение, что кредитный кризис 2007–2008 годов был вызван чрезмерной разбалансированностью американской экономики, построенной прежде всего на займах. По этой теории, дефицит торгового баланса был вызван постоянным сокращением сбережений и ростом займов, с помощью которых финансировалось только потребление. После кризиса неблагополучные заемщики в большинстве своем будут вынуждены сокращать заимствования и переключаться на сбережение и сохранение ресурсов, что должно сократить потребление и дефицит торгового баланса. Статистика ФРС подтверждает резкое сокращение заимствований домохозяйств. Казалось бы, логично, что дефицит торгового баланса США, превысивший 6% в 2006 году, с тех пор сократился до 2–3%.

[1] Продюсеры музыки.

[2] Продавцы электронных товаров, в частности Circuit City (банкрот), Best Buy (на грани банкротства).

[3] В частности, банк Wells Fargo планирует реорганизацию своих отделений в связи с уходом большого процента клиентов в Интернет. Это приводит к сокращению размера типичного отделения от 2000 кв. м до 400 кв. м.

Рисунок 8
Отраслевая структура и динамика дефолтов на американском рынке облигаций с неинвестиционным рейтингом



Но одновременно с этим статистика показывает, что уровень сбережений в экономике также упал с 14.6% ВВП в 2007 году до 12.2% ВВП в 2011 году. Сокращение дефицита торгового баланса было вызвано прежде всего серьезным спадом инвестиций. В масштабах всей экономики общая сумма инвестиций упала с 19.6% ВВП в 2007 году до 15.5% в 2011 году. Возобновление инвестиций, подкрепленное ростом кредитования прежде всего нефинансовых организаций после 2010 года, сохраняет предкризисный дисбаланс без изменений.

Тем не менее уровень долгосрочных капитальных вложений в 2011–2012 годах уже превысил предкризисный максимум 2007 года. Стоит отметить планы капитальных вложений небольших организаций[1] — они явно видят перспективу. Налицо начало нового инвестиционного цикла.

Ключевое отличие нового цикла роста в том, что, помимо непрекращающегося роста компаний «новой экономики», бум в добыче энергоносителей привел к все возрастающей конкурентоспособности целого ряда отраслей экономики «старой». Концентрация инвесторов на сверхприбыльном финансовом секторе в предкризисные годы оставила практически незамеченным бум инвестиций во все сферы, связанные с добычей и обработкой энергоресурсов. Ряд компаний, включая General Electric, уже строят планы по переносу энергоемкого производства обратно из стран третьего мира в США. Последние несколько лет активно обсуждается грядущее индустриальное возрождение страны — путем поощрения роста наукоемких производств, подкрепленных внутренними источниками дешевой энергии.

Изменения такого рода подготавливают почву для реорганизации мировой экономики и новой системы отношений, которая требует отдельного исследования. По значению эти перемены могут сравниться с соглашениями в Бреттон-Вудс 1944 года, девальвацией доллара в 1971 году и Вашингтонским консенсусом 1980-х.

[1] Планы на ближайшие 3–6 месяцев, по данным Haver Analytics и Deutsche Bank Research.

Организатор:

Cbonds congress

При поддержке:

АУВЕР

ДЕНЕЖНЫЙ И ВЕКСЕЛЬНЫЙ РЫНОК • 2013

Генеральный спонсор:

Промсвязьбанк

Спонсоры:

Банк Петрокоммерц

СвязьБанк

6 сентября 2013

Астрахань, Park Inn by Radisson

С 2006 года каждую осень конференция, которая ранее называлась «Российский вексельный конгресс», собирала ключевых игроков вексельного рынка России. С 2012 года программа была расширена и теперь включает секции, посвященные вопросам межбанковского сотрудничества, денежному рынку, управлению ликвидностью, операциям РЕПО, валютному рынку и т.д. Каждый год конференция проводится в одном из крупных региональных финансовых центров России.

Ожидаемое количество участников 150 человек.