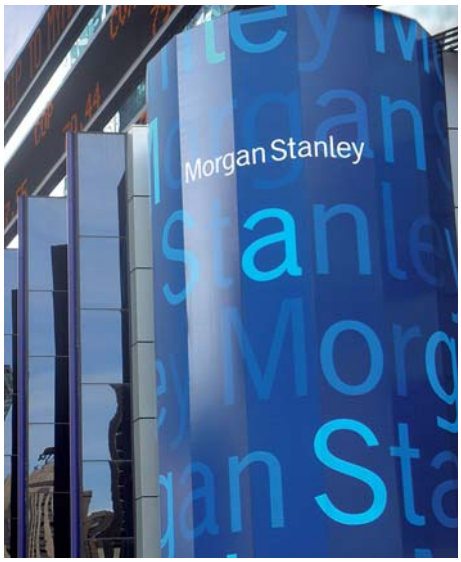
Андрей Демин,
аналитик российского подразделения глобальных рынков капитала, Morgan Stanley



Последствия недавнего кризиса

В последние пять лет мы стали свидетелями беспрецедентной ситуации, когда положительная динамика на финансовых рынках не чередовалась с периодами спада. Более того, постоянный рост рынка проходил без сколько-нибудь продолжительной коррекции.

В условиях избыточной ликвидности, созданной регуляторами ведущих мировых держав для поддержки экономики после краха акций интернет-компаний в начале 2000-х гг., и рекордно низких процентных ставок по государственным облигациям инвесторы находились в постоянном поиске все новых активов с более высокой абсолютной доходностью.

В этот период стремительно росли такие классы инвесторов, как хедж-фонды, операционная модель которых построена вокруг финансового рычага, и фонды прямых инвестиций, которые способствовали рекордному количеству сделок по выкупу публичных и частных компаний с привлечением заемных средств.

Наличием очень «дешевых» денег и избыточной ликвидности пользовались как инвесторы, так и эмитенты. К примеру, весьма характерна ситуация ряда казахских и российских банков, которые финансировали большую часть роста своих портфелей с помощью долговых инструментов, включая краткосрочные кредиты.

Масштабность приближающейся коррекции хорошо просматривалась сквозь призму реакции рынка на любые негативные новости, которые максимально отыгрывались рынком. Инвесторы искали любой повод, чтобы фиксировать прибыль. Вот и в этом году рост неплатежей на рынке низкокачественных ипотечных кредитов в США, объем которого сам по себе не должен вызывать таких сдвигов всей мировой финансовой системы, вызвал лавинообразный эффект. Нервозность перекинулась на мировые финансовые рынки, что в конечном итоге не может не сказаться на мировой экономике.

Скачок волатильности, рост кредитных спредов, смена оптимистичного настроя неопределенностью и повышение избирательности инвесторов изменили реалии долгового рынка, к которым успели привыкнуть российские эмитенты. По сути, нынешний кризис стал первым для новой России; первым после того, как крупные российские компании обратились к международным рынкам как одному из основных источников финансирования. Пятилетний период постоянно снижающихся ставок и безграничного спроса, вероятно, закончился.

Если смотреть на весь рынок долговых ценных бумаг, то объем первичных размещений за август-октябрь сократился примерно на 40% по сравнению с прошлым годом. Для некоторых инструментов и классов заемщиков рынок оказался просто закрыт.

Какие же выводы из сложившейся ситуации стоит делать российским компаниям? Означает ли это, что им стоит забыть о международном рынке долгового капитала? Безусловно, нет! Более того, вероятно, это станет периодом новых возможностей, например, можно доказать свою зрелость и профессионализм международному инвестиционному сообществу, дистанцироваться от конкурентов, используя возможности, которые перестали быть общедоступными.

РЫНОК ОТКРЫТ, НО ИЗМЕНИЛИСЬ ТРЕБОВАНИЯ

Крупные выпуски заемщиков, которые достаточно редко выходили на рынок в последние годы, могут указывать на то, что эти компании разделяют мнение о способности рынка по-прежнему предоставлять финансирование в значительных объемах и по привлекательным ставкам. Среди таких заемщиков фигурируют Coca-Cola, IBM, Lowe's Corp, AT&T, Wal-Mart, Johnson & Johnson, Kraft Foods.

Успех этих сделок и рекордные объемы размещений в сегменте бумаг инвестиционного уровня показал, что инвесторы держат значительные объемы высвободившихся средств в форме наличности и прочих ликвидных инструментов, которые они готовы пустить в оборот.

Однако в результате кризиса инвесторы пересмотрели свой подход к оценке рисков — значительно выросли премии и избирательность при анализе инвестиционных инструментов.

Также выросли требования к качеству заемщиков и цена любой ошибки при выходе на рынок. Кроме рейтинга еще большую роль стали играть такие факторы, как высокие стандарты отчетности и корпоративного управления, прозрачность операционной деятельности, способность четко представлять и обосновывать стратегию развития и финансирования, успешно ее воплощать в действительность.

РЫНОК ПОКУПАТЕЛЯ ПРИШЕЛ НА СМЕНУ РЫНКУ ПРОДАВЦА

В сложившейся ситуации у эмитентов практически не осталось возможности диктовать свои условия рынку. В особенности это затронуло российские компании, которые в условиях хорошей рыночной конъюнктуры стали заемщиком номер один на развивающихся рынках. На их долю приходится чуть более 17% от общего объема предложения.

На практике это уже привело к тому, что изменилась тактика размещения сделок. Если раньше эмитент мог открыть книгу заявок с определенным диапазоном, добиться переподписки в несколько раз и отсеивать тех, кто не укладывался в указанные ценовые параметры, то сейчас механизм действует по-другому.

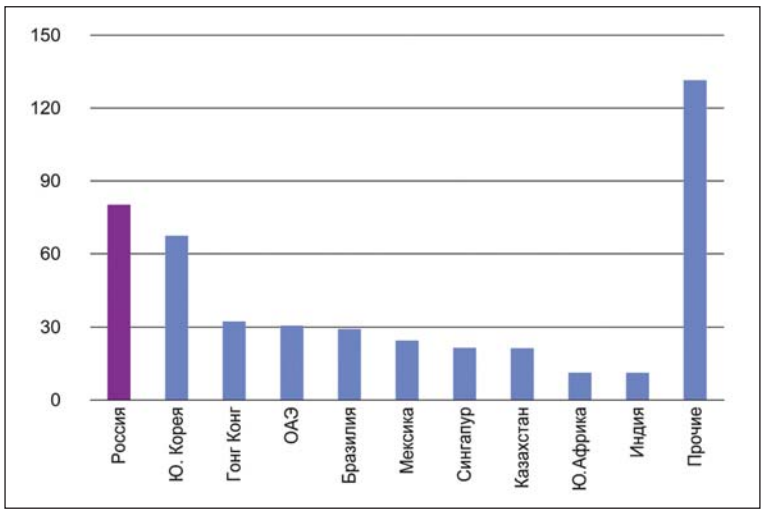
Для обеспечения успешного размещения необходимо выходить на рынок, уже предварительно «продав» значительную часть сделки. Договоренность по цене достигается в рамках переговоров с рядом ключевых инвесторов до открытия книги заявок. Эти инвесторы и будут поддерживать сделку, пока она находится «в рынке», и не будут продавать при первой возможности. В противном случае компании рискуют попасть в ситуацию, когда котировки облигаций на вторичном рынке расширяются сразу после объявления о сделке. В качестве компенсации за волатильность инвесторы будут требовать премию к текущим уровням на вторичном рынке, тем самым заставляя клиентов платить дважды.

Рост кредитных спредов частично компенсируется доходностью ориентиров. Необходимо отметить, что значительный рост кредитных спредов не обязательно приводит к равнозначному росту абсолютной стоимости заимствования, так как резко упала доходность базы, в данном случае — казначейских облигаций США. Так, например, доходность облигаций «Газпрома», номинированных в долларах США и погашаемых в 2016 г., уже к концу сентября опустилась до своего среднегодового уровня.

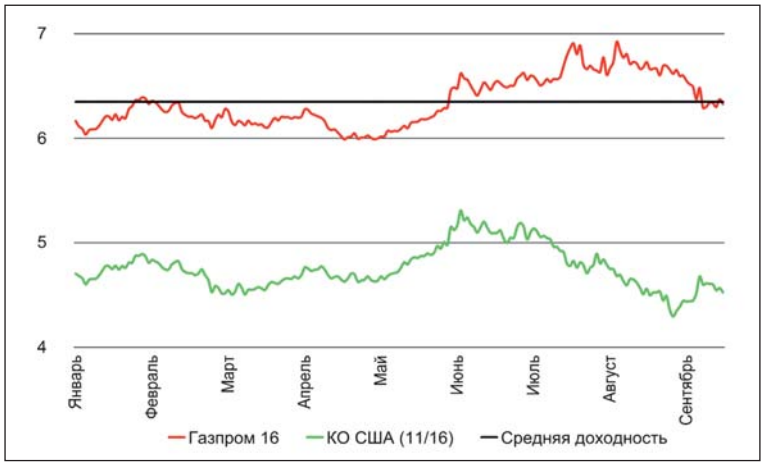
НОВЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ НА РЫНКЕ

Большинство аналитиков ожидают снижения темпов роста американской экономики, что может негативно отразиться на ряде стран, экономики которых тесно с нею связаны. В результате многие инвесторы ожидают, что центральные банки последуют примеру Федеральной резервной системы США и снизят ставки рефинансирования для минимизации негативного воздействия кризиса на экономический рост.

Облигации в обращении, выпуск 2002 — 9 мес. 2007 гг.
Только корпоративные заемщики с развивающихся рынков, млрд USD
Источник: DCM Analytics, Dealogic



Доходность «Газпром» 16, %. Источник: Bloomberg



Реализация подобного сценария может понизить будущую доходность долгосрочных вложений, именно поэтому многие инвесторы сейчас предпочитают фиксировать ставки на долгосрочный период. Долларовые инвесторы охотно участвуют в сделках по размещению десяти- и тридцатилетних облигаций компаний с инвестиционным рейтингом. При этом разница в доходности десяти- и тридцатилетних казначейских облигаций США сейчас находится на уровне 20–30 б.п., что в последний раз наблюдалось во второй половине 90-х гг. При этом уровень абсолютной доходности 30-летних казначейских облигаций сегодня примерно на 1.6 п.п. ниже, чем тогда.

Если к этому добавить продолжающееся падение стоимости доллара США по отношению к большинству мировых валют, включая рубль, то складывается интересная ситуация. С одной стороны, произошла глобальная переоценка рисков, резко выросла волатильность, сократился первичный рынок долговых инструментов, многие участники рынка испытывают проблемы с ликвидностью. С другой стороны, появились значительные объемы средств в поиске правильного сочетания риска и доходности, рынок покупателей стал более требовательным, но менее конкурентным. Самое главное состоит в том, что несмотря ни на что, рынок по-прежнему предлагает привлекательные условия для долгосрочных заимствований. Надолго ли?