Сергей ДОВЖЕНКО,
эксперт по международным
долговым рынкам, Cbonds.ru

Плохое время для плохих новостей

Нынешний год начался с крупнейшего за столетие падения котировок в течение первой недели. Индекс развивающихся стран MSCI Emerging Markets с начала года упал почти на 8%, глобальный фондовый индекс MSCI All-Country World и американский S&P 500 — практически на 10%. Deutsche Bank рассматривает возможность выкупа собственных облигаций на фоне опасений инвесторов, что у банка может не хватить ликвидности на обслуживание долга. Падение цен на нефть и другое сырье вселяет в участников рынков опасения, что мировая экономика сильно замедлит рост. Это во многом связано с ситуацией в Китае, где темпы роста экономики в 2015 г. оказались минимальными за 25 лет. В мире наблюдается сильная рассинхронизация экономических циклов: в то время как развитые рынки выходят из фазы делевериджа, развивающиеся рынки находятся только на пике данного процесса.

Семь лет спустя после мирового финансового кризиса 2008 г. глобальная экономика продолжает балансировать на грани. Средние темпы роста экономик развитых стран после кризиса сократились более чем в два раза. Бремя больших частных и государственных долгов, быстрое старение населения, снижение инвестиций, а также целый ряд неопределенностей сдерживают капитальные расходы. По оценкам ООН, более 44 млн человек являются безработными в развитых странах, что на 12 млн больше, чем в 2007 г., в то время как инфляция достигла самого низкого уровня после кризиса.

Сверхнизкие процентные ставки принесли некоторую пользу развитым странам, но для развивающихся экономик обошлись дорого. Следствием такого смягчения денежно-кредитной политики стало резкое увеличение трансграничных потоков капитала. Общий объем притока капитала в страны EM увеличился с примерно $20 млрд в 2008 г. до более чем $600 в 2010 г. В те годы многие развивающиеся страны с трудом справлялись с внезапным и масштабным притоком капитала. Лишь небольшая часть этих средств направлялась в долгосрочные инвестиционные проекты. Сейчас же развивающимся странам приходится справляться с внезапной остановкой потоков капитала. Так, по данным Института международных финансов, чистый отток капитала с развивающих-

ся рынков составил $735 млрд в 2015 г., причем $676 млрд пришлись на Китай.

Обвал на рынках капитала и сырья отбил у инвесторов аппетит к риску. В итоге за 2015 г. эмитенты развивающихся стран выпустили еврооблигаций на сумму всего $382.1 млрд. И если в 2014 г. ежемесячные объемы размещений устойчиво превышали аналогичные объемы за 2013 г., то 2015 г. ознаменовался неуклонным падением (см. Рисунок 1). В итоге по состоянию на конец декабря эмитенты развивающихся стран привлекли на $143.1 млрд меньше, чем за аналогичный период прошлого года. Не внушают надежду на восстановление рынка и последние данные за январь 2016 г., согласно которым эмитенты разместили на $20.7 млрд меньше по сравнению с январем 2015 г. и на $39 млрд меньше по сравнению с январем 2014 г. — падение рынка продолжается.

По сравнению с аналогичным периодом прошлого года общий объем размещенных еврооблигаций снизился на 29.2%. При этом падение объемов выпуска новых бумаг присутствует на всех рынках: Азия — -18%, Латинская Америка — -43%, Восточная Европа — -40%, Ближний Восток — -18%, Африка — -12%, СНГ — -39% (см. Рисунок 2).

Есть три фактора, которые, по всей видимости, влияют сейчас на психологию рынков: Китай, нефть и страх перед рецессией в США или во всем мире. ВВП США в четвертом квартале 2015 г. вырос всего на 0.7% в годовом исчислении. Аналитики не уверены, последует ли за таким замедлением восстановление или ухудшение ситуации станет более продолжительным явлением. Если судить по историческим данным, всем мировым рецессиям с 1970 г. предшествовало значительное увеличение цен на нефть, в том время как практически за каждым спадом котировок на нефть более чем на 30% следовало ускорение экономического роста и повышение котировок на фондовом рынке. Остается надеяться, что низкие цены на нефть будут способствовать росту реальных доходов, перераспределению расходов на несырьевые товары и услуги, а также увеличению прибыли энергоемких видов бизнеса.

АЗИЯ

Резкое снижение курса юаня в январе и обвал на фондовом рынке Китая породили, как и в августе 2015 г., страхи относительно усугубления кризиса в его экономике. Темпы роста экономики Китая оказались

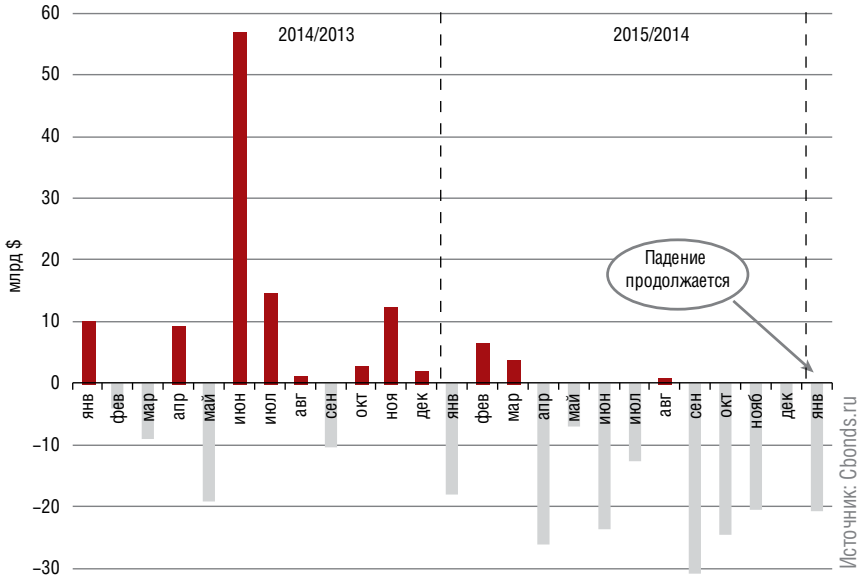

Рисунок 1
Разница между объемами размещения еврооблигаций ЕМ за 2014–2016 гг., месяц текущего года к месяцу предыдущего года

худшими за последние 25 лет. В прошлом году ВВП Китая вырос всего на 6.9% против роста на 7.3% в 2014 г., и это только согласно официальной статистике, которую считают слишком оптимистичной. Исходя из альтернативных данных по потреблению электроэнергии и объему продаж автомобилей, многие аналитики считают, что темпы роста в Китае в прошлом году составили 4–6%. К моменту, когда власти решились пересмотреть политику одного ребенка в семье, ущерб был уже нанесен: в прошлом году трудоспособное население Китая впервые за 20 лет уменьшилось, и ООН прогнозирует дальнейшее сокращение в течение следующей декады. Старение трудоспособного населения несомненно скажется на темпах роста второй экономики мира. Все это беспокоит иностранных инвесторов, и если за 2014 г. азиатские эмитенты разместили $252.2 млрд, то в 2015 г. — только $207.7 млрд. С другой стороны, данный регион наряду с Африкой менее всех потерял в объемах размещения еврооблигаций (-18%).

На опасениях перед повышением ставок ФРС США Индонезия решила отойти от своей стандартной практики по выпуску евробондов в начале года и вышла на рынок с двутраншевым выпуском на $3.5 млрд в начале декабря. Эта сделка только подчеркнула, насколько может измениться настроение инвесторов за год. И если в январе 2015 г. суверен собрал впечатляющую книгу заявок в более чем $20 млрд для аналогичного двутраншевого выпуска на $4 млрд, то в декабре — только $8.1 млрд. Новый выпуск состоит из десятилетних еврооблигаций на $2.25 млрд и 30-летних на

ТЕМПЫ РОСТА ЭКОНОМИКИ КИТАЯ ОКАЗАЛИСЬ ХУДШИМИ ЗА ПОСЛЕДНИЕ 25 ЛЕТ

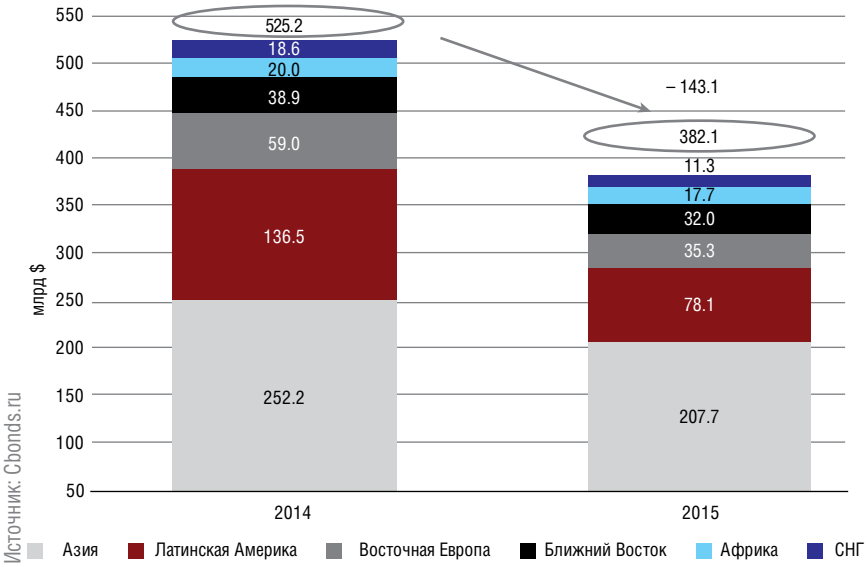

Рисунок 2
Объем новых выпусков еврооблигаций plain vanilla emerging markets за 2015 г. и 2014 г.

ЛИДЕРОМ ПАДЕНИЯ РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ EM ЯВЛЯЮТСЯ ЭМИТЕНТЫ ЛАТИНСКОЙ АМЕРИКИ, КОТОРЫЕ ПОКАЗАЛИ СНИЖЕНИЕ ОБЪЕМОВ РАЗМЕЩЕНИЯ БУМАГ НА 43%

$1.25 млрд (см. Таблицу 1). Организаторами выпусков стали Bank of America Merrill Lynch, CIMB, Citi и HSBC. В 2016 г. Индонезия планирует занять более $38.5 млрд на долговом рынке, из которых около 24% будет привлечено путем выпуска международных облигаций. Так, суверен уже нанял CIMB, Dubai Islamic Bank, Deutsche Bank и Standard Chartered для планируемого выпуска долларового сукука в первом квартале этого года. О своих намерениях по выходу на рынок заявили также Филиппины с планируемой сделкой в $2 млрд в первой половине года, Таиланд и Шри-Ланка.

China Development Bank воспользовался низким предложением со стороны заемщиков и более стабильными настроениями на рынке, чтобы выпустить евробонды на $1 млрд и 1 млрд евро (ставки купонов составили 2.5% и 0.875% соответственно). Эта сделка резко контрастирует с предыдущим выпуском корпората в сентябре, когда банк потерял двух организаторов в ходе жесткого андеррайтинга и тревоги рынка насчет плохих показателей промышленного производства в Китае. Оба транша нового выпуска пользовались высоким спросом среди инвесторов: книга заявок долларового транша составила более $2 млрд, а транша в евро — более 1.75 млрд евро ($1.9 млрд).

ВОСТОЧНАЯ ЕВРОПА

Несмотря на программу количественного смягчения и снижения стоимости привлечения заемных средств в евро, Восточная Европа показала одно из самых сильных падений среди всех регионов EM (-40%). За 2015 г. эмитенты данного региона разместили всего $35.3 млрд новых еврооблигаций, что практически в 1.6 раза меньше, чем за аналогичный период год назад ($59 млрд). В декабре годовой темп инфляции в еврозоне составил всего 0.2%, что значительно ниже целевого значения в 2%. По заявлениям Марио Драги, скорее всего, ЕЦБ будет смягчать денежно-кредитные условия на своем следующем заседании в марте. Это может означать дальнейшее снижение уже отрицательных процентных ставок по краткосрочным кредитам и увеличение или расширение программы выкупа облигаций.

В январе на рынок международных облигаций вышла Польша с двутранше-вым выпуском на десять лет и 1 млрд евро (ставка купона — 1.5%), а также на 20 лет и 750 млн евро (ставка купона — 2.375%). Организаторы практически не смогли сдвинуть прайсинг от начальных уровней в 65 б.п. и 105 б.п. над mid-swaps. Политическая ситуация в Польше наложила свой отпечаток на размещение бондов. Впоследствии S&P снизил рейтинг Польши до уровня BBB+ с негативным прогнозом, аргументируя это снижением независимости общественных институтов. Македония также вышла на рынок после перерыва в более чем год и стала одной из последних стран, которые воспользовались снижением стоимости заимствования на фоне обещаний о больших стимулах от ЕЦБ. Суверен выпустил пятилетние бумаги на 270 млн евро со ставкой купона в 4.875%, спред к mid-swaps составил 493 б.п.

ЛАТИНСКАЯ АМЕРИКА

Лидером падения рынка еврооблигаций EM являются эмитенты Латинской Америки, которые показали снижение объемов размещения бумаг на 43% за 2015 г.: объемы упали с $136.5 млрд в 2014 г. до $78.1 млрд в 2015 г. После трех лет рекордных показателей в 2015 г. рынок евробондов Латинской Америки начал сокращаться из-за кризиса в Бразилии и падения цен на сырьевые товары. Хоть волатильность на рынке и дальше будет присутствовать, а инвесторы и эмитенты будут расходиться в ценах, все же есть надежда на скромное восстановление в 2016 г. Уругвай заявил, что планирует выйти на рынок в этом году со сделкой в $1.5 млрд. Колумбия рассматривает выпуск в долларах или евро общим объемом в $1.5 млрд на фоне упавших доходов от продажи нефти. Большие надежды возлагают на нового президента Аргентины Маурисио Макри, одним из первых шагов которого стало соглашение

с итальянскими держателями дефолтных облигаций по выплате $1.35 млрд. Это будет способствовать возврату страны на международные финансовые рынки.

Мексиканская нефтяная компания Pemex, которая показала рекордный убыток в $10.2 млрд в третьем квартале и была на грани очередного понижения рейтинга, смогла с помощью правительства привлечь на внешних рынках $5 млрд. Ценные бумаги размещены тремя траншами: $0.75 млрд со сроком погашения в феврале 2019 г. и ставкой купона 5.5%, $1.25 млрд — с погашением в феврале 2021 г. под 6.375% и еще $3 млрд на срок до февраля 2026 г. (6.875%). В момент размещения спрос на бумаги компании оценивался в $18 млрд, что было в 3.5 раза выше предложения. Стоимость заимствований оказалась крайне высокой, однако, как отмечают аналитики, это ознаменовало начало новой реальности для сырьевых компаний.

БЛИЖНИЙ ВОСТОК

Эмитенты Ближнего Востока за январь-декабрь 2015 г. выпустили бумаги на сумму $32 млрд. Бахрейн планирует доразмещение к бумагам с погашением в 2020 и 2025 гг. Саудовская Аравия для покрытия дефицита бюджета в $87 млрд готовится впервые занять на международном рынке. На первом этапе объем долгового размещения Эр-Рияда может составить $5 млрд, считают аналитики. Также для покрытия дефицита бюджета выйти на рынок планирует Оман.

АФРИКА

Африканские эмитенты, в свою очередь, за 2015 г. выпустили еврооблигации на сумму $17.7 млрд. Годом ранее эта сумма была чуть выше — $20 млрд. Прошлый год был одним из самых сложных для африканских эмитентов на фоне девальвации местных валют, падения сырьевых цен, а также коррупционных скандалов. Основными заемщиками на этом рынке традиционно выступили суверены. Стоимость заимствования для африканских эмитентов увеличивалась каждый месяц (см. Рисунок 3). И если в июле Замбия выпустила облигации до 2027 г. на сумму в $1.25 млрд и доходностью в 9.375% (на тот момент рекордной среди африканских эмитентов), то в ноябре Ангола вышла на рынок со сделкой в $1.5 млрд до 2025 г. и доходностью в 9.5%, после чего Камерун выпустил бумаги на $750 млн до 2025 г. с доходностью в 9.75%. Однако тяжелая экономическая ситуация побуждает выходить на рынок и других эмитентов.

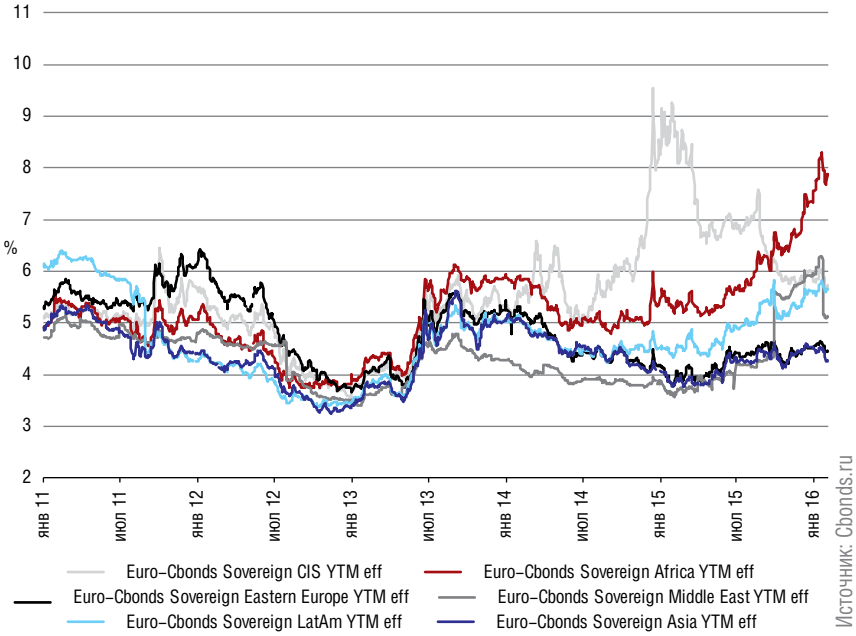

Рисунок 3
Динамика доходностей к погашению суверенных еврооблигаций EM, индексы Euro-Cbonds

Гана планирует вернуться на рынок в 2016 г. со сделкой в $750 млн для финансирования дефицита бюджета. По аналогичной причине в этом году на рынок решили выйти Нигерия со сделкой в $1 млрд, Кения и Эфиопия. Доходность по этим бумагам вполне может превысить 10%.

РАЗРЕЗ ПО ВАЛЮТАМ И СЕКТОРАМ

Выпуски в долларах стали популярнее на рынке. Доля выпусков в долларах в 2015 г. составила 76.1% в общем объеме, хотя годом ранее она была равна 73.8%. Выпуски в евро также увеличили свою долю, хотя и менее значительно, с 13.9% до 15.8%. Теряют свои позиции выпуски в юанях: их доля в совокупном объеме составила 3.4%, а годом ранее — 5.7%. Выпуск суверенных еврооблигаций в регионе EM в 2015 г. снизился

Таблица 1
Новые выпуски суверенных еврооблигаций emerging markets в ноябре 2015 г. – январе 2016 г.

Бумага	Кредитный рейтинг M/S&P/F	Объем эмиссии	Валюта	Ставка купона	Дата размещения	Дата погашения
Албания	B1/B+/–	450	EUR	5.75%	05.11.2015	12.11.2020
Ангола	Ba2/B+/B+	1500	USD	9.5%	04.11.2015	12.11.2025
Бахрейн	Baa3/BBB–/BBB–	700	USD	5.875%	17.11.2015	26.01.2021
Бахрейн	Baa3/BBB–/BBB–	800	USD	7%	17.11.2015	26.01.2026
Доминиканская Республика	B1/BB–/B+	1000	USD	6.875%	22.01.2016	29.01.2026
Индонезия	Baa3/BB+/BBB–	2250	USD	4.75%	01.12.2015	08.01.2026
Индонезия	Baa3/BB+/BBB–	1250	USD	5.95%	01.12.2015	08.01.2046
Иордания	B1/BB–/–	500	USD	6.125%	03.11.2015	29.01.2026
Камерун	–/B/B	750	USD	9.5%	12.11.2015	19.11.2025
Латвия	A3/A–/A–	550	EUR	0.5%	30.11.2015	15.12.2020
Македония	–/BB–/BB+	270	EUR	4.875%	02.11.2015	01.12.2020
Мексика	A3/BBB+/BBB+	2250	USD	4.125%	13.01.2016	21.01.2026
Польша	A2/BBB+/A–	1000	EUR	1.5%	11.01.2016	19.01.2026
Польша	A2/BBB+/A–	750	EUR	2.375%	11.01.2016	18.01.2036
Чили	Aa3/AA–/A+	1200	USD	1.75%	12.01.2016	20.01.2026
Чили	Aa3/AA–/A+	1349.12	USD	3.125%	12.01.2016	21.01.2026

Источник: Cbonds.ru

№	Инвестиционный банк	Объем, $ млн	Доля рынка	Кол-во эмитентов	Кол-во эмиссий
1	HSBC	39 763	10.41%	165	258
2	Citigroup	38 455	10.06%	134	215
3	JP Morgan	30 656	8.02%	113	167
4	Deutsche Bank	25 184	6.59%	103	161
5	Bank of America Merrill Lynch	24 610	6.44%	87	132
6	Standard Chartered Bank	16 664	4.36%	99	138
7	Barclays	15 467	4.05%	62	91
8	Morgan Stanley	15 373	4.02%	56	95
9	BNP Paribas	13 266	3.47%	73	94
10	Goldman Sachs	11 821	3.09%	45	77
ИТОГО		**231 259**	**60.53%**		

Источник: Cbonds.ru

Таблица 2
Топ-10 банков – организаторов размещений еврооблигаций plain vanilla эмитентов региона emerging markets за 2015 г.

на 6.2% с $106 млрд до $99.4 млрд. В разделении по секторам суверенные евробонды заняли около 26% от общего объема. В свою очередь, выпуск корпоративных еврооблигаций снизился гораздо существеннее: с $419.2 млрд в 2014 г. до $282.7 млрд в 2015 г. (-48%).

РЕНКИНГ ОРГАНИЗАТОРОВ И ЮРИДИЧЕСКИХ КОНСУЛЬТАНТОВ EM

Подводя итоги 2015 г., стоит отметить, что тройка лидеров организаторов не изменилась (см. Таблицу 2). Первое место в ренкинге организаторов размещений еврооблигаций эмитентов региона emerging markets занял банк HSBC, организовавший выпуски бумаг на общую сумму около

Таблица 3
Топ-5 юридических консультантов размещений еврооблигаций plain vanilla emerging markets за 2015 г.

№	Инвестиционный банк	Кол-во эмиссий	Кол-во эмитентов
1	Clifford Chance	160	104
2	Linklaters	143	93
3	Allen & Overy	119	73
4	Cleary Gottlieb Steen & Hamilton	105	35
5	Davis Polk	60	39
ИТОГО		**587**	**344**

Источник: Cbonds.ru

$39.8 млрд. Таким образом, HSBC занял 10.4% рынка, незначительно опередив следующего за ним Citigroup с долей рынка 10.1% и объемом размещения $38.5 млрд. Кроме того, HSBC обогнал Citigroup не только в своем традиционном регионе — Азии, но и в Восточной Европе. Почетное третье место по версии Cbonds занял банк JP Morgan с квотой $30.7 млрд (8% рынка).

В ренкинге юридических консультантов эмитентов и организаторов emerging markets первое место занимает компания Clifford Chance (см. Таблицу 3), за четыре квартала 2015 г. принявшая участие в 160 сделках. Компания осуществляла юридическое сопровождение многих как корпоративных (Bank of China, DBS Bank, Emirates NBD и др.), так и суверенных размещений (Болгария, Малайзия, Индонезия, Польша, Латвия и другие страны EM). На втором месте — компания Linklaters (143 сделки), третью строчку занимает Allen & Overy (119 сделок).

Таблица 4
Топ-5 банков-организаторов размещений еврооблигаций plain vanilla эмитентов региона СНГ за 2015 г.

№	Инвестиционный банк	Объем, $ млн	Доля рынка	Кол-во эмитентов	Кол-во эмиссий
1	JP Morgan	3 434	30.31%	7	8
2	Citigroup	2 533	22.36%	3	4
3	UBI Banca	984	8.68%	1	1
4	UniCredit Group	659	5.82%	3	3
5	Deutsche Bank	542	4.78%	2	2
ИТОГО		**8 152**	**71.95%**		

Источник: Cbonds.ru

СНГ

Главным событием на рынке СНГ стало возвращение на международный рынок российских эмитентов, а также успешная реструктуризация Украиной своих обязательств. «Газпром» и «Норникель» привлекли в октябре более $2 млрд с помощью еврооблигаций. В ноябре на рынок вышел Альфа-Банк с бумагами на $500 млн и погашением в 2018 г. (ставка купона — 5%). Спрос составил $2.8 млрд, что позволило банку дважды сократить ориентир доходности с первоначально заявленного 5.625%. Банк собрал более чем 180 заявок от инвесторов со всего мира: Англии, Германии, Франции, Швейцарии и прочих традиционных стран до острова Тайвань и Южной Кореи. Однако большую часть выпуска банк отдал российским компаниям, так как именно они позволили снизить начальные ориентиры и разместить бумаги ниже собственной кривой доходностей.

Evraz разместил в декабре еврооблигации на $750 млн со ставкой купона 8.25% годовых до 2021 г. Спрос превысил предложение приблизительно в 1.5 раза. Целью размещения было финансирование выкупа на $500 млн бумаг трех выпусков еврооблигаций с погашением в 2017–2018 гг.

Также вернуться на международный рынок заимствований впервые с сентября 2013 г. готовится Россия. Минфин направил заявки 25 зарубежным банкам на размещение суверенных еврооблигаций. Министерство финансов России рассматривает возможность размещения на международном рынке облигаций до 3 млрд евро сроком до десяти лет. Однако, как прогнозирует Sberbank CIB, Министерство финансов РФ в этом году может повысить лимит валютных заимствований и разместить еврооблигации на $5–7 млрд для финансирования дефицита бюджета. Как отмечают аналитики, возвращение России на внешние рынки является более реалистичным способом пополнить бюджет в текущем году, чем масштабная приватизация и выпуск рублевых займов, спрос на

которые ограничен из-за неопределенности по будущей динамике ключевой ставки. В последний раз Россия занимала на международных рынках в сентябре 2013 г., когда продала бумаги на $7 млрд с погашением в 2019, 2020, 2023 и 2043 гг. С тех пор Россия не выходила на международные рынки капитала.

Подводя итоги 2015 г., стоит отметить, что лидером в ренкинге организаторов размещений еврооблигаций эмитентов региона СНГ стал банк JP Morgan, организовавший выпуски бумаг на общую сумму около $3.43 млрд (см. Таблицу 3). Таким образом, JP Morgan занял 30.3% рынка.

КОММЕНТАРИЙ

Рафаэль ГАРСИЯ,
инвестиционный консультант, вице-президент и управляющий портфелем National Bank Financial — Wealth Management

– Можно ли сказать, что мы вступаем в третью фазу мирового кризиса — кризиса в развивающихся странах в 2015 г. — после первой фазы в США и Великобритании в 2008–2009 гг. и второй — в еврозоне в 2011–2012 гг.? Каковы дальнейшие перспективы для стран Латинской Америки?

– Экономика в странах Латинской Америки была затронута так же, как и экономика любой другой страны. ВВП в большинстве стран Латинской Америки зависит от цен на нефть. Вследствие нынешних низких цен на нефть перспективы развития экономик стран региона в течение следующих двух лет не представляются радужными. Другим не менее важным фактором является решение ФРС США в отношении процентных ставок. Большинство валют стран Латинской Америки (например, мексиканский песо, бразильский реал, колумбийское песо) обесценились более чем на 30% по отношению к доллару за последние восемь месяцев. При таких низких ценах на нефть, невысоких темпах роста основных развитых стран, а также при росте процентных ставок в США латиноамериканским странам будет очень сложно добиться роста экономик в 2016 г.

– Как ФРС будет действовать после повышения ставки? Каковы прогнозы на ближайшие три-пять лет?

– Мы прогнозируем, что ФРС повысит ставки к январю 2017 г. до уровней 1–1.25%, а к январю 2018 г. — до уровней 2.25–2.75%. Китайская экономика становится еще одним важным показателем, который ФРС будет рассматривать при решениях по процентным ставкам, это уже стало реальностью. Если китайская экономика будет расти в районе 6% в ближайшие пару лет, то можно ожидать повышения ставок до уровня 2.5–3.5%.

– Как вы оцениваете решение ЕЦБ по продолжению программы выкупа активов (QE)? Будет ли это стимулировать латиноамериканских эмитентов выходить на рынок с заимствованиями в евро?

– Я считаю, что это поможет европейской экономике. Есть, конечно, негативные аспекты данной монетарной политики, однако в конечном итоге это положительно скажется на экономике еврозоны. Безусловно, европейский рынок предлагает хорошую возможность для латиноамериканских эмитентов. Низкие процентные ставки, а также хорошая ликвидность будут продолжать привлекать латиноамериканских эмитентов.

– Какие факторы, внешние или внутренние, будут оказывать ключевое влияние на динамику темпов роста экономик Латинской Америки? Какие регионы и страны адаптируются в первую очередь? Что нужно предпринять другим?

– Ключевым фактором в данный момент является цена на нефть. Она же влияет на динамику местных валют, и все сектора, у которых есть долг в долларах США, пытаются балансировать в текущих условиях на валютном рынке. Большинство латиноамериканских стран сталкиваются с аналогичными проблемами. Однако Венесуэла, Аргентина и Бразилия оказались наиболее уязвимыми, и им нужно будет справляться с этими вызовами в 2016 г., а также, возможно, в 2017 г. У Колумбии и Перу перспективы более радужные. Как и остальные страны, Колумбия и Перу столкнулись с проблемами, однако их отличают лучшие условия для ведения бизнеса, дешевые валюты, а также гибкость правительственных решений.

– Какова вероятность кредитного кризиса в странах Латинской Америки? Не возникнет ли волна корпоративных банкротств после повышения ставок в США?

– Несомненно, существуют опасения насчет уровней долга. Низкие процентные ставки и дешевые деньги спровоцировали большую активность среди эмитентов за последние три–пять лет. С прошлого года начались корпоративные дефолты, и они будут происходить в этом году на латиноамериканском рынке. Чем выше будут ставки, тем больше выпусков будет происходить в очень тяжелое время. Однако главный негативный фактор — это низкие цены на нефть, и по этой причине латиноамериканские валюты переживают девальвацию. Более высокие процентные ставки и низкие цены на нефть будут способствовать новым банкротствам компаний.

– Каковы перспективы рынка еврооблигаций Латинской Америки?

– Активность эмитентов на первичном рынке будет продолжаться, однако объемы размещений будут меньше по сравнению с предыдущими годами. Рынок будет фокусироваться на возможности дефолтов по уже выпущенным облигациям, а также будет ждать более подходящих возможностей в будущем. Даже вторичный рынок показал меньшие объемы торгов. Есть опасения замедления темпов роста глобальной экономики.

– Какова специфика рынка еврооблигаций и внутренних облигаций Латинской Америки по сравнению с другими регионами?

– Я бы сказал, что особых различий с точки зрения инвестиций нет. Больше внимания нужно обращать на тип экономики, режим налогообложения в стране, уровень социальной стабильности и потенциального роста экономики или конкретного сектора.

– Какова ваша оценка риска в странах СНГ?

В моем портфеле есть российские и украинские облигации, но я больше концентрируюсь на очень коротких дюрациях, рейтингах и перспективах секторов, чем на поиске какого–либо отдельного региона или страны.

КОММЕНТАРИЙ

Дмитрий ТИХОНОВ,
кредитный аналитик по региону EMEA, Commerzbank

– Каковы ваши прогнозы относительно развития рынков EM в 2016 г.?

– На мой взгляд, рынки EM сжимаются. Например, на российском рынке еврооблигаций за последние полтора года выпусков было считанное количество. Объем погашения бумаг в 2015 г. составил порядка $15 млрд, buy back было на сумму около $5 млрд, то есть объем самого рынка составляет порядка $170 млрд. Такими темпами через два–три года мы подойдем к тому, что из–за отсутствия новых выпусков на рынке нечем будет торговать. На этом фоне регулятор подходит к банкам очень строго, объемы книг сократились очень сильно — все стараются держать риск по минимуму или вообще его избегать. Получается, что игроки либо полностью уходят с рынка, либо настолько снижают объемы, что они уже никому не интересны. Лет пять–шесть назад на рынках EM можно было смело назвать 30–40 игроков, которые активно инвестировали — сейчас таких имен гораздо меньше. Думаю, что в целом аппетит к риску снизился.

– Какие страны emerging markets будут по-прежнему интересны для инвестиций в среднесрочной перспективе и почему?

– Большинство игроков в текущей ситуации опасается краткосрочных рисков. Но при этом многие находят ниши для себя. Например, российские клиенты предпочитают относительно короткие бумаги российских эмитентов, ближневосточным банкам нравятся короткие банковские бумаги Турции, восточноевропейские клиенты тяготеют к собственным (зачастую только суверенным) бумагам. Скорее всего, такие предпочтения на рынках сохранятся.

– Как вы считаете, когда можно надеяться на смягчение санкций в отношении российских эмитентов?

– Сейчас трудно говорить про какие–то временные рамки. Мы считаем, что иметь смысл будет только отмена всех санкций: если будут, например, сняты европейские санкции, но при этом останутся ограничения, наложенные США, ситуация совершенно не изменится, частичное ослабление ни на что не повлияет. Западные банки будут опасаться того, что какой–либо из регуляторов (США или Европы) может наложить штраф за совершение той или иной сделки, как было, например, в случае с BNP Paribas.

– Каковы ваши ожидания по дальнейшим изменениям валютного курса? Можно ли говорить о том, что Commerzbank не видит для себя возможности оптимистичных прогнозов?

– По поводу валютного курса мои коллеги в данный момент настроены пессимистично и ожидают дальнейшего постепенного ослабления рубля в течение этого года из–за низкой цены на нефть, зависимости от энергоресурсов и недостаточной диверсификации экономики.

– Какие направления работы вашей команды сейчас стоят в приоритете?

– Мы будем стараться плодотворно взаимодействовать между собой — я имею в виду отделы аналитики, трейдинга и сейлзов. Как всегда, для нас важны взаимоотношения с клиентами, активность в бумагах. Также мы планируем более активно развивать аналитическое направление, у нас задумано несколько новых проектов: мы будем делать ежеквартальные отчеты с прогнозами стратегического характера на эмитентов EM.

– Какие основные риски вы видите для роста мировой экономики? Могут ли биржевой кризис и замедление роста экономики в Китае привести к глобальной рецессии? Каков среднесрочный прогноз по Китаю?

– Трудно выделить что–то одно, в каждой стране, в каждом регионе есть свои специфические сложности. Скорее одновременная совокупность негативных событий и может стать основной проблемой. По поводу Китая: частые обвалы рынка и государственные интервенции указывают на слабость финансовой системы, это было признано властями, некоторые шаги уже предприняты. Эти изменения будут нелегкими, как показывает опыт многих стран, и Пекин будет осторожно двигаться вперед. Скорее всего, нас еще ждут моменты повышенной рыночной волатильности. Что касается ВВП, то вопрос скорее не в том, замедляется ли рост, а в том, какими темпами это происходит. 6.9% в 2015 г. выглядело солидно, но при этом это был самый анемичный рост за последние четверть века, мы ожидаем 6.3% в этом году.

– Как вы оцениваете риски замедления экономики США и процесс повышения ставки ФРС?

– Инвесторы начали обсуждать возможность рецессии в США, поскольку рост в четвертом квартале на 0.7% относительно предыдущего квартала был слабоват в сочетании со слабым началом года. В то же время, некоторые данные, такие как промышленное производство, показывают, что опасения преувеличены. Хорошая статистика в течение нескольких следующих месяцев будет способствовать уменьшению пессимизма на рынке. Повышение ставок в декабре ожидалось всем рынком и вряд ли полностью изменило правила игры. Наши экономисты прогнозируют повышение ставок в 2016 г. дважды. Но при этом хочется отметить, что согласно недавнему заявлению ФРС, скорее всего, политика повышения ставок будет продолжена, но использование отрицательных ставок все еще возможно, и ФРС в настоящее время оценивает опыт других центральных банков.

– Кто является бенефициаром программы QE в Европе, какие у нее перспективы?

– Программа QE направлена в основном на покупку государственных облигаций и привела к снижению доходности. Основными бенефициарами этой программы являются гособлигации стран Евросоюза. Также стоит отметить, что гособлигации стран Евросоюза, не являющихся членами еврозоны, а также банки и крупные корпорации тоже получили возможность доступа к рефинансированию и заимствованиям по низким ставкам. Поиск доходности и ликвидности побуждает инвесторов переходить к более рискованным активам: к суверенам ЕС, от суверенов ЕС — к периферии или корпоратам. Также вполне возможно, что программа QE будет продлена после марта 2017 г.

– Какие факторы могут способствовать восстановлению аппетита к риску для региона emerging markets?

– Во–первых, нам нужно привлекательное соотношение риска и доходности. Стабильная политика от ФРС и стабилизирование потоков капитала могут улучшить отношение инвесторов к EM. Если в дальнейшем мы увидим рост цен на ресурсы и снижение политического риска, все вместе это может сделать развивающиеся страны интересным объектом для инвестиций.

Cbonds congress 2016

Наши конференции в 2016 году

II круглый стол «Дефолты и реструктуризации на рынке корпоративных облигаций»	17 марта Москва
V Cbonds Emerging Markets Bond Conference	14-15 апреля Лондон
Cbonds School. Курс «Основы рынка облигаций»	25—27 марта Москва
Investfunds Forum VII – конференция институциональных инвесторов	26–27 мая Санкт-Петербург
IV Форум венчурных инвесторов	7 июня 2016 Москва
XIII Облигационный конгресс стран СНГ и Балтии	16–17 июня Тбилиси
VII конференция «Синдицированное кредитование в России и СНГ»	22 сентября Москва
VIII Российский конгресс Private Equity	29 сентября Москва
V конференция «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России»	6 октября Москва
II круглый стол «Текущие аспекты деятельности корпоративного казначейства на долговом и денежном рынках»	20 октября Москва
VII Российский M&A Конгресс	30 ноября Москва
XIV Российский облигационный конгресс	8–9 декабря Санкт-Петербург

http://cbonds-congress.ru

реклама