Александр КУДРИН,
управляющий директор,
руководитель аналитического
управления, Sberbank CIB

Рекорд первичного рынка грозит потерями для инвесторов?

Первичный рынок эмитентов из развивающихся рынков в первые месяцы года демонстрировал завидную гибкость, подстраиваясь под различные внешние условия. Однако в целом, несмотря на рост доходностей, поток новых сделок остается достаточно интенсивным, что создает потенциальный риск для вторичного сегмента в обозримой перспективе и заставляет инвесторов задуматься о перераспределении своих вложений.

Начало 2018 года было ознаменовано исключительно высокой активностью заемщиков Emerging Markets (EM). В январе они разместили еврооблигаций на сумму более $88 млрд, что стало рекордным показателем для этого месяца за всю историю рынка. Этот объем составляет 13% от общего объема эмиссий за весь 2017 год, а прирост к показателю прошлого года за аналогичный период — 39%.

Такой результат объясняется весьма удачно складывавшимися условиями для заемщиков на развивающихся рынках. В конце 2017 года на глобальных рынках сформировалась благоприятная конъюнктура. Инвесторы перестали испытывать беспокойство в связи с перестановками в ФРС США после объявления о том, что пост председателя займет Джером Пауэлл, который ассоциируется с преемственностью в монетарной политике. Действия же ЕЦБ, который продлил программу количественного смягчения до третьего квартала 2018 года, также оказали благоприятное воздействие на настроения участников торгов. В результате аппетит к риску со стороны разных категорий клиентов заметно повысился, а рождественская пауза в работе первичного рынка обусловила формирование высокого отложенного спроса.

Неудивительно, что начало года ознаменовалось позитивной динамикой вторичного рынка. Спреды относительно US Treasuries сузились до трехлетних минимумов (а по российским инструментам — до уровня 2008 года), и, как следствие, сформировались благо-

приятные условия для заимствований. Именно поэтому рекордные цифры по заимствованиям в январе не стали большим сюрпризом. По традиции активную роль в начале года играли суверенные заемщики (специфика бюджетного процесса многих из них стимулирует заимствования в начале календарного года), на долю которых пришлось более 40% от совокупного объема эмиссий.

Поддержание высокого темпа первичных размещений требовало сохранения благоприятной конъюнктуры глобальных рынков, которая в первом квартале 2018 года, к сожалению, стала быстро ухудшаться. Уже в январе начала расти доходность US Treasuries, а к середине февраля по десятилетним бумагам она вплотную подобралась к психологически важному уровню 3% годовых. Более того, на фоне публикации достаточно оптимистичной макроэкономической статистики в США ожидания в отношении дальнейшего роста процентной ставки ФРС стали более агрессивными.

Тем не менее развивающиеся рынки до поры до времени игнорировали этот тренд. В феврале объем размещений также оказался рекордным, но превышение графика 2017 года было более скромным — всего 4%. Более того, стало заметно, что позитивный настрой постепенно уступает место более осторожным настроениям, и переключение в режим risk-off не выглядело невероятным вариантом развития событий. Этот сценарий реализовался уже в марте. Поводом для смены настроений стали опасения начала торговых войн. В результате спреды по долговым обязательствам заемщиков EM стали быстро расширяться, вернувшись к уровню начала декабря 2017 года, прибавив за месяц 20–30 б.п. Одновременно с этим стали сокращаться первичные сделки, объем которых в марте составил $57 млрд, что почти на 30% меньше, чем за аналогичный период прошлого года. Тем не менее по итогам первого квартала совокупный объем размещений все-таки оказался рекордным — $193 млрд. Однако у нас есть определенные сомнения, что столь высокие показатели сохранятся до конца года. Более того, последствия бума первичных размещений в начале года могут оказаться весьма неоднозначными.

На наш взгляд, на рынке в данный момент складывается весьма любопытная ситуация. С одной стороны, обстановка в US Treasuries стабилизировалась и есть

Рисунок 1. Объемы размещений облигаций на EM в январе — марте, $ млрд

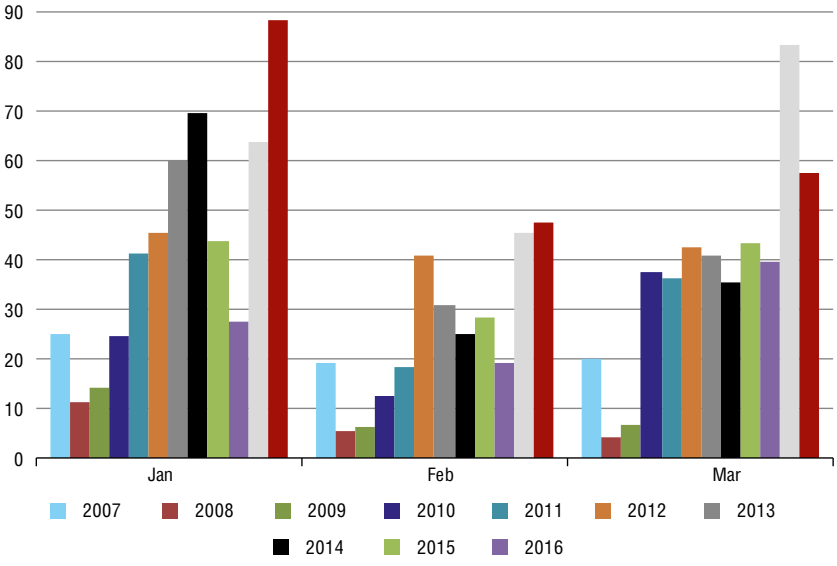


Рисунок 2. Спреды пятилетних CDS России, Бразилии и Турции, б.п.

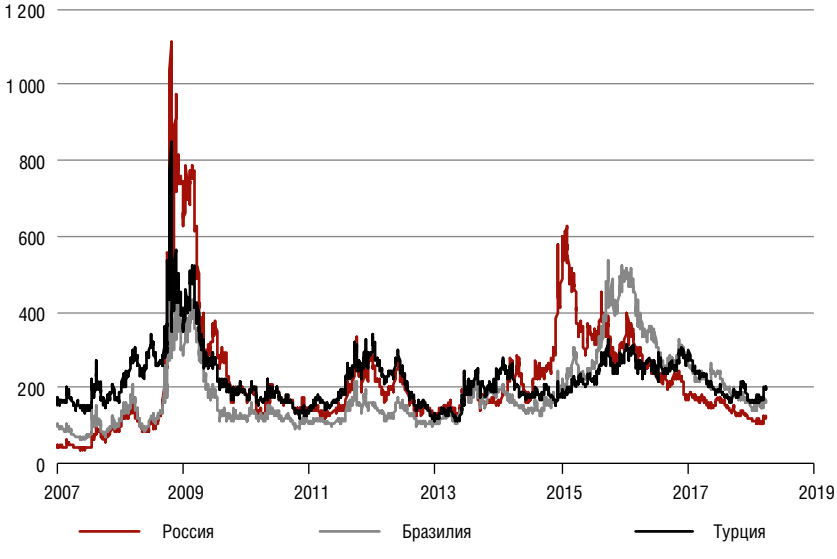
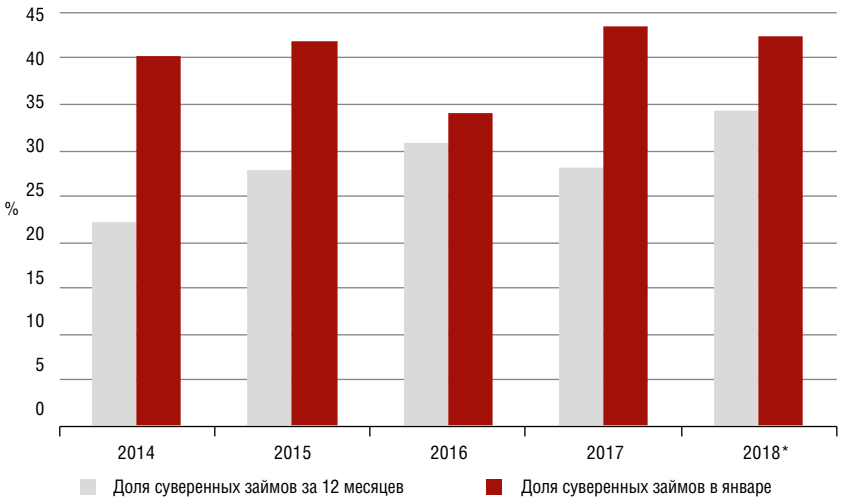
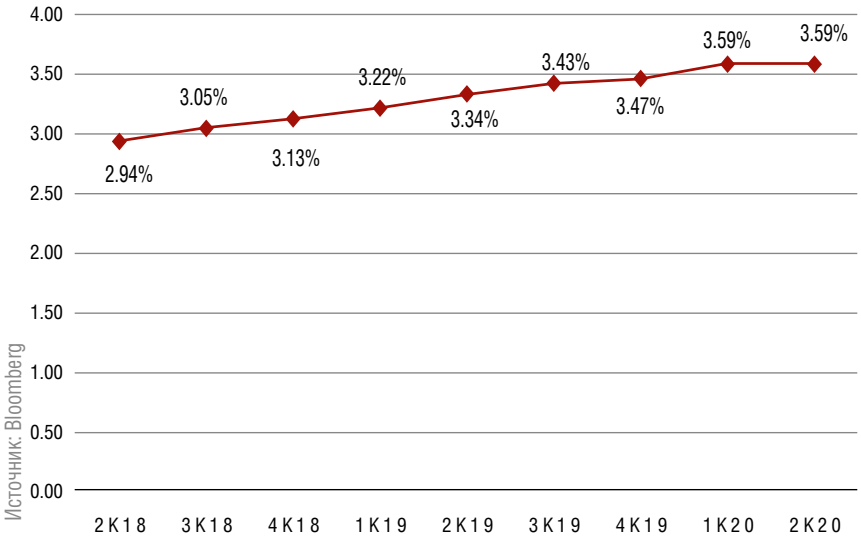


Рисунок 3. Доля суверенных заемщиков в январе и среднем по году, %



* для 2018 года приведены данные не за полный год, а за 1-й квартал.

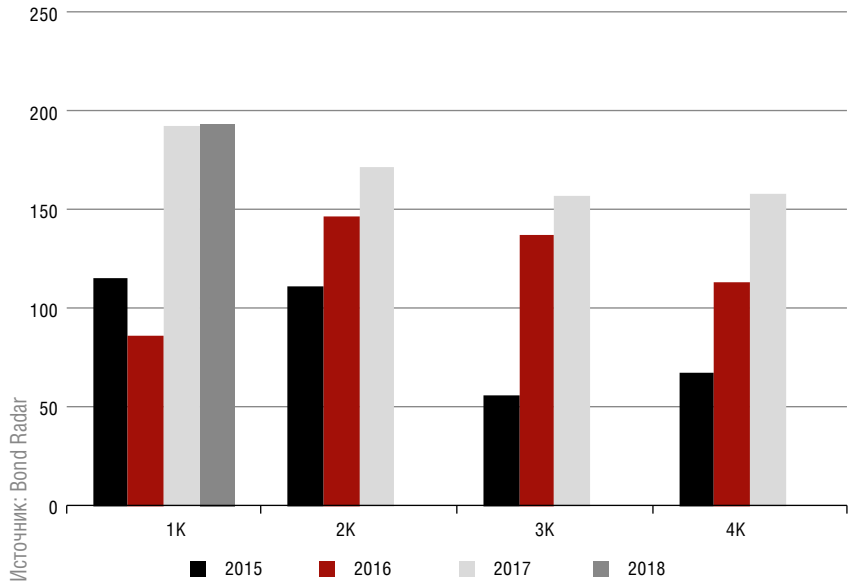


* Среднее значение прогноза на конец квартала

Рисунок 4
Прогноз доходности десятилетних US Treasuries*, % годовых

неплохие шансы на то, что в ближайшие месяцы доходность этих инструментов будет колебаться в достаточно узком диапазоне. Теоретически это создает предпосылки для возобновления активных первичных размещений. Более того, многочисленные заемщики готовы удовлетворить практически любой спрос со стороны инвесторов. Дело в том, что традиционно эмитенты обладают гораздо более высокой «инерцией», чем рынок. Как правило, если заемщик подготовил сделку, то скорее всего он ее реализует, даже несмотря на ухудшение рыночных условий. Многие эмитенты еще могут отложить размещение на некоторый срок, но гораздо с меньшей вероятностью отказаться от него вовсе.

Рисунок 5
Квартальная динамика объема размещений еврооблигаций EM, $ млрд



СТРАТЕГИЯ ИНВЕСТОРОВ С РАЗВИТЫХ РЫНКОВ ПО РАСПРЕДЕЛЕНИЮ СВОИХ ВЛОЖЕНИЙ СТАНОВИТСЯ ЧУТЬ ЛИ НЕ КЛЮЧЕВЫМ ФАКТОРОМ ДЛЯ EM

Мы оцениваем общий потенциал предложения на первичном рынке никак не ниже уровня 2017 года, когда заемщики совместными усилиями установили рекорд по объему выпусков.

Однако в прошлом году благоприятные условия для заимствований были сформированы во многом за счет притока средств «консервативных» инвесторов, которые традиционно ориентированы на вложения на развитых рынках. В поиске доходности они стали аллоцировать часть своих ресурсов в пользу более рискованных активов. Если принять во внимание тот факт, что объем средств под управлением этой категории инвесторов в разы больше, чем у традиционных игроков в сегменте EM, то можно смело утверждать, что этот фактор сыграл более чем существенную роль в увеличении спроса на первичном рынке. Но за последние месяцы ситуация на глобальном рынке претерпела значительные изменения. Рост доходности US Treasuries явно снижает интерес инвесторов к принятию дополнительного кредитного риска. Если же предположить, что данная категория инвесторов воздержится от увеличения своих вложений на EM, то в случае сохранения высоких темпов эмиссии новых бумаг это может привести к нарушению баланса спроса и предложения в пользу последнего.

Именно поэтому дальнейшее раскручивание спирали первичного рынка может спровоцировать значительное расширение спредов облигаций EM. На фоне неоднозначной конъюнктуры заемщики в силу инерции будут готовы платить более высокие премии за первичные размещения, что будет стимулировать «традиционных» инвесторов продавать бумаги на вторичном рынке и перекладываться в новые, а прито-

ка денег от «консервативных» игроков может и не случиться. Это будет приводить к росту стоимости фондирования, потому что именно вторичный рынок является ориентиром для новых сделок. С учетом большого объема потенциальных размещений, которые находятся на финальной стадии (pipeline), этот процесс может продолжаться долго, и следствием, очевидно, должно стать расширение спредов по всему спектру кривой. Именно поэтому стратегия инвесторов с развитых рынков по распределению своих вложений становится чуть ли не ключевым фактором для ЕМ.

Если этот сценарий будет реализован, то, очевидно, инвесторам на ЕМ стоит задуматься о сокращении как дюрации своего портфеля, так и уровня кредитного риска в нем. Вместе с тем нельзя исключать, что события будут развиваться в более благоприятном ключе и к середине года взгляд на динамику глобальных процентных ставок станет более умеренным и средства «консервативных» инвесторов вновь начнут поступать на ЕМ, что позволит восстановить баланс спроса и предложения, а также обеспечить бесперебойную работу первичного рынка. В этом случае нас ждет очередной рекорд по выпуску долговых обязательств на фоне сохранения узких кредитных спредов.

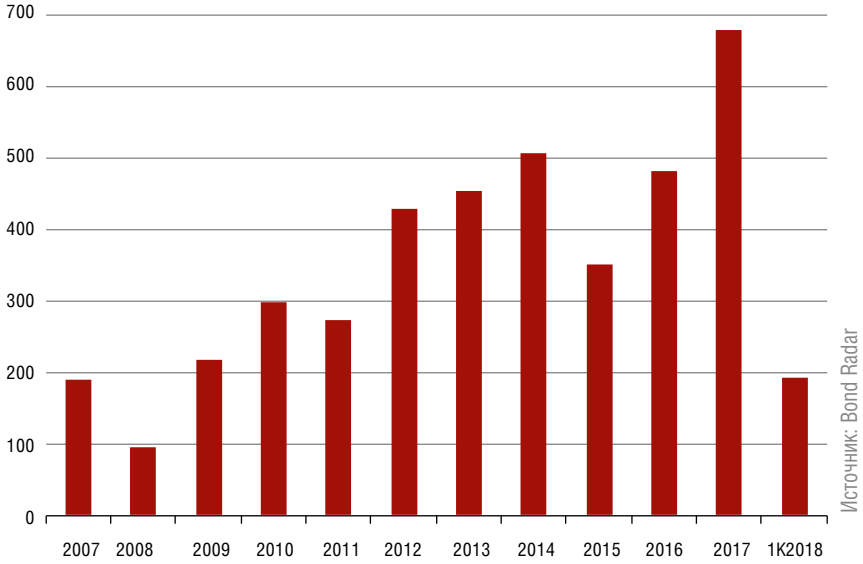


Рисунок 6
Объем размещений еврооблигаций на ЕМ, $ млрд