Андрей Беляков,
заместитель начальника управления по работе с финансовыми учреждениями, ВТБ

От ВЗЛЕТА к падению

В 2007 ГОДУ БЫСТРО РОСЛИ КАК МЕЖДУНАРОДНЫЙ, ТАК И ЛОКАЛЬНЫЕ РЫНКИ СИНДИЦИРОВАННОГО КРЕДИТОВАНИЯ: ПО СРАВНЕНИЮ С 2006 ГОДОМ ОБЪЕМ СДЕЛОК НА МЕЖДУНАРОДНОМ РЫНКЕ УВЕЛИЧИЛСЯ НА 38%, ДОСТИГНУВ СУММЫ В $1.77 ТРЛН. ПО ИТОГАМ ПЕРВОГО ПОЛУГОДИЯ 2007 ГОДА БЫЛО ВЫДАНО УЖЕ $1.09 ТРЛН, ОДНАКО К КОНЦУ ГОДА НА ФОНЕ ИПОТЕЧНОГО КРИЗИСА В США ТЕМПЫ РОСТА НАЧАЛИ ПОСТЕПЕННО СОКРАЩАТЬСЯ.

Спад продолжился и в 2008 году. Несмотря на возобновление активности на рынке в феврале-мае, объемы синдицированных кредитов за 6 месяцев 2008 года сократились на 42% (до $1.51 трлн) по сравнению с аналогичным периодом в 2007 году.

Первыми ощутили на себе влияние надвигающегося финансового кризиса банки Казахстана. Начиная с середины 2007 г. иностранные банки закрыли или сократили свои лимиты, опасаясь, что казахские банки стали излишне зависимы от краткосрочного внешнего финансирования. Эти шаги носили своего рода превентивный характер, но невозможность использовать внешние рынки капиталов для новых заимствований и необходимость рефинансировать имеющиеся зарубежные заимствования сразу же сказались на экономике Казахстана: снизились темпы роста ВВП, замедлился рост активов банковской системы, к концу года в стране резко упали цены на рынке недвижимости.

Схожая ситуация в 2008 году стала складываться на Украине. Резкое увеличение внешней долговой нагрузки (в 2007 году внешние долги банковского сектора Украины увеличились с $5.259 млрд до $30.971 млрд, частных компаний — с $3.165 млрд до $34.922 млрд) в условиях усиливающегося мирового кризиса вызывало опасения инвесторов. В результате уже с начала года средние и региональные банки Украины были полностью лишены возможности осуществлять новые заимствования. Ситуация усугубилась тем, что внутренний украинский облигационный рынок перестал нормально функционировать. Тем не менее, крупнейшие украинские заемщики (преимущественно банки с иностранным или государственным участием) продолжали пытаться привлекать внешнее фондирование вплоть до сентября 2008 года. Последние синдикаты даже таких крупных заемщиков, как Приватбанк и Укрэксимбанк, в третьем квартале закрывались медленно, несмотря на существенно увеличившуюся доходность. Заемщикам пришлось активно задействовать связи со своими relationship-банками, применяя структуры квазиклубных сделок без «сторонних» инвесторов. При этом заемщики по понятным причинам стремились скрыть от рынка размер комиссий, поэтому есть основания полагать, что фактическая стоимость заимствований в ряде случаев была гораздо выше.

Российские заемщики позже Украины и Казахстана ощутили трудности на синдицированном рынке. Вплоть до августа организаторы синдицированных кредитов были атакованы потоком запросов на организацию синдикатов от российских заемщиков. Еще в июле рынок довольно охотно поддерживал российских заемщиков (корпоратов и банки). Удачно закрылись в этот период синдикаты для РОСБАНКА (привлек кредит с двойной переподпиской в сумме на $270 млн), УРСА Банка (утроившего до $150 млн объявленную сумму кредита), Альфа-Банка и МДМ-Банка. Из банков второго эшелона можно назвать сделки Центринвестбанка и Транскапиталбанка (увеличившего синдикат с первоначальных $30 млн до $70 млн). Однако в течение года условия привлечения ресурсов ухудшались, количество инвесторов сокращалось, а квазиклубные сделки постепенно сменили полноценные рыночные синдикации. В третьем квартале лишь крупные российские заемщики могли выйти на рынок с новыми сделками.

Существовал ряд факторов, которые привели к сокращению объемов синдицированного кредитования и создали трудности для заемщиков из России и других странах СНГ. В частности, нужно отметить различный подход заемщиков и инвесторов к ценообразованию в планируемых синдицированных кредитах. Стало очень трудно осуществлять точное ценообразование в условиях кризиса ликвидности, крайне волатильного рынка и на фоне потока негативных новостей из США и Европы.

Несмотря на хорошие макроэкономические показатели (рост ВВП в России и Украине, размер ЗВР и др.) и хорошее кредитное качество самих заемщиков, сокращение уровня ликвидности системы в целом и падение инвесторского интереса заставляли заемщиков поднимать уровень доходности от сделки к сделки. Даже самые крупные заемщики, чьи синдикации успешно закрылись летом, привлекали ресурсы по цене выше на 1–1.5% по сравнению с уровнем конца 2007 года.

Выбор валюты сделки стал проблемой для заемщиков в России и других странах СНГ. С начала 2008 г. из-за волатильности пары доллар/евро многие европейские банки стали отказываться от предоставления кредитов в долларах США, поскольку их пассивы сформированы в основном в евро, и при изменениях соотношения доллар/евро они постоянно были подвержены валютным рискам. В условиях сокращения инвесторской базы заемщикам пришлось соглашаться на привлечение синдицированных кредитов в евро или бивалютных кредитов с траншами в долларах и евро. Эта тенденция становилась все более выраженной на протяжении всего 2008 года.

По этой причине, а также с учетом неопределенности ценовых ожиданий рынка, многим банкам и компаниям реального сектора России и стран СНГ приходилось корректировать цену (в сторону повышения), изменять сумму сделки (в сторону снижения) и даже иногда менять валюту (уход от долларов) уже после вывода сделок на рынок.

На успешность сделок в 2008 году оказывали влияние большое количество факторов, в том числе время выхода на рынок, правильность выбора структуры сделки (срок, цели, погашение) и наличие у заемщика сильных relationship driven инвесторов.

В последних сделках, выводившихся на рынок, можно встретить мало случайных имен. Причины этого очевидны. Заемщики и организаторы активно использовали свои связи для того, чтобы привлечь свои банки-партнеры в синдикат. Благодаря этому в отличие от спекулятивного облигационного рынка рынок синдицированных кредитов, несмотря на все трудности, держался на плаву вплоть до банкротства Lehman Brothers в сентябре сего года.

Логическим завершением этой тенденции стало фактическое доминирование закрытых клубных синдицированных кредитов во втором-третьем кварталах этого года. Заемщики из стран СНГ стали самостоятельно договариваться с несколькими банками-партнерами и заранее обговаривать суммы их участия и условия привлечения средств. По сути, роль организатора в этих сделках сводилась к чисто агентским функциям по оформлению общей кредитной документации и координации между заемщиком и клубом банков-партнеров. Несмотря на это, в 2008 году не все сделки закрывались успешно, и организаторам приходилось бороться за каждого кредитора или увеличивать суммы своего участия.

Из-за трудностей с долларовой ликвидностью заемщики стали активнее использовать новые возможности, благодаря чему ряд крупных сделок был осуществлен в региональных валютах или, по крайней мере, включал транши этих валют. Прежде всего это относится к синдицированным кредитам, предоставленным заемщикам из ближневосточного региона, поскольку местные инвесторы были меньше затронуты мировым кризисом.

Уже во втором квартале этого года российским и украинским заемщикам стало очевидно, что только существенное увеличение цены заимствований может заставить синдицированный рынок двигаться дальше. Высокая волатильность рынка порождала неопределенность в ценовых ожиданиях потенциальных кредиторов, что привело к индивидуальным доплатам и существенному повышению (иногда на 20–30%) доходности для отдельных инвесторов с целью успешного закрытия сделки. В результате ценовая неопределенность только усилилась.

После банкротства Lehman Brothers в сентябре рынок синдицированных кредитов практически встал. Лишь нескольким российским заемщикам удалось закрыть свои сделки, поскольку их синдикаты были уже сформированы в августе и находились в стадии подписания документации. Даже хорошо известные инвесторам имена, такие как Еврофинанс Моснарбанк, Пробизнесбанк, УРСА Банк и другие, были вынуждены приостановить свои синдикации и уйти с рынка.

Перспективы возрождения рынка синдицированных кредитов в 2009 году пока не внушают оптимизма. В силу того что текущий финансовый кризис зародился в недрах банковской системы США и по цепочке перекинулся на банковские системы других стран, финансовые институты стали наименее привлекательной категорией заемщиков. В России первыми пострадали банки второго и третьего эшелонов, а также региональные банки. Затем инвесторы стали более внимательными и к крупным игрокам, опасаясь их зависимости от внешнего фондирования. Наряду с банками начали испытывать трудности заемщики из традиционно популярных секторов экономики, в частности — строительного сектора и

ритейла. При дальнейшем падении цен на топливо и сокращении спроса на него со стороны США и стран Европы под ударом окажутся и экспортеры, особенно в странах, зависимых от экспорта сырьевых ресурсов.

Принимая во внимание кризис мировой финансовой системы и, как следствие, стагнацию в реальном секторе экономики, можно предположить, что на экономическом пространстве развивающихся стран в 2009 году будут преобладать следующие тенденции.

- Уровень зарубежного финансирования банковских систем развивающихся стран упадет до минимальных значений. На сегодняшний день падение темпов экономического роста и высокий уровень долговой нагрузки таких стран, как Болгария, Латвия, Эстония и Украина, позволяет прогнозировать дальнейшее сокращение финансирования их банковских систем со стороны европейских инвесторов и, как следствие, более резкое развитие кризисных тенденций.
- Цены в 2009 году на сырьевые ресурсы продолжат снижаться в условиях падения спроса в США и странах Западной Европы.
- Объемы экспорта в США и ЕС заметно сократятся, внутренний спрос даже таких крупных экономик, как Китай и Индия, не сможет компенсировать это сокращение.
- Сократятся объемы зарубежных инвестиций, в особенности портфельных, пройдет волна корпоративных и банковских дефолтов.
- Уход инвесторов приведет к замедлению в 2009 году темпов роста банковских активов. Несмотря на значительный объем внешних заимствований, осуществленных заемщиками стран СНГ в 2007 году, большинство ресурсов привлечено на короткий срок, не превышающий двух-трех лет, и рефинансирование этих заимствований в 2009 году будет осуществляться в трудных рыночных условиях.
- Инвесторы будут проявлять осторожность и избирательно подходить к любым новым проектам, ожидая исполнения заемщиками своих обязательств по уже имеющимся кредитам и облигационным выпускам. Высокий спрос на ресурсы в условиях дефицита ликвидности приведет к дальнейшему росту доходности по кредитам заемщиков из стран СНГ и других развивающихся стран.

Вышеуказанные тенденции, очевидно, не позволят рынку синдицированного кредитования активно функционировать в ближайшей перспективе. Пока мировая экономическая система выведена из состояния равновесия, а другие финансовые рынки фактически закрыты, быстрый возврат капитала на рынки синдицированного кредитования стран СНГ представляется маловероятным.

Естественно, финансовые потоки не прекратят свое движение навсегда, тем не менее, поредевшие инвесторы будут тщательно выбирать наиболее консервативные и надежные схемы вложения средств. Чтобы можно было говорить о выходе рынка синдицированного кредитования из состояния стагнации, необходим ряд экономических предпосылок, прежде всего это преодоление финансового кризиса и возобновление промышленного роста в странах-локомотивах (США и ЕС), что, по наиболее оптимистичным прогнозам, может начаться не ранее 2010 года.

ЧИТАЙТЕ В СЛЕДУЮЩЕМ НОМЕРЕ CBONDS REVIEW:

ДРАГОЦЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ

Золото по-прежнему владеет умами миллионов инвесторов по всему миру. При этом развитие банковской системы привело к появлению самых разных инструментов, привязанных к курсу наиважнейшего драгоценного металла. О том, стоит ли отдавать предпочтение им, а не физическим слиткам или инвестиционным монетам, и какова в целом ситуация на рынке драгоценных металлов, Cbonds Review расспросил ведущих экспертов страны.

ИТОГИ ГОДА

2008 год, начавшийся на всеобщей, казалось бы, волне оптимизма, в результате, как и предсказывали мрачные одиночки, стал годом общемировой финансовой катастрофы. Редакция Cbonds Review скрупулезно подсчитает потери отечественных и зарубежных участников облигационного рынка и проанализирует каковы перспективы их работы в наступающем году Быка.

ВРЕМЯ ИСПРАВЛЯТЬ НЕСУРАЗИЦЫ

Юрий Юфряков, начальник департамента подготовки и сопровождения инвестиционной компании UFS, в своей статье рассмотрит наиболее неприятные юридические несуразицы, мешающие нормальному процессу размещения еврооблигаций, с тем, чтобы их можно было исправить пока зарубежные финансовые рынки взяли вынужденную паузу.

Уважаемые читатели!

Обращаем Ваше внимание на то, что первый выпуск журнала Cbonds Review в 2009 году будет сдвоенным и выйдет из печати в начале февраля.