



◀ **Павел ГРУДИНКИН,**
эксперт по международным
долговым рынкам, Cbonds

Бегство от рисков откладывается

Объем выпуска еврооблигаций в регионе Emerging Markets продолжает расти несмотря на рост доходностей US Treasuries. В январе 2017 года эмитентам из развивающихся рынков удалось привлечь \$69.9 млрд, что делает начало 2017 года одним из самых активных периодов на первичном рынке за последние два года. Главным источником неопределенности стало вступление в должность новоизбранного президента США Дональда Трампа. Сложившаяся ситуация вынудила многих эмитентов поторопиться с размещением, при этом высокую активность продемонстрировали и корпоративные, и суверенные заемщики.

МИРОВЫЕ РЫНКИ

Решение ФРС о повышении цели по ставке федеральных фондов США в декабре стало самым важным событием 2016 года для мировых финансовых рынков. После этого доходность десятилетних US Treasuries выросла до 2.6%. Ужесточение монетарной политики привело к переоценке текущих рисков. Участники рынка, инвестировавшие в ценные бумаги Emerging Markets, предпочли высоким доходностям лучшее кредитное качество. Благодаря росту спроса на безрисковые активы доходность десятилетних казначейских облигаций снизилась до 2.48% в конце января 2017 года.

Благоприятные макроэкономические тенденции в развитых странах поставили на повестку дня мегарегуляторов вопрос о сокращении монетарного стимулирования экономики. Так, согласно данным

ОЭСР за декабрь, месячные показатели инфляции в развитых странах демонстрируют рост уже пять месяцев подряд и находятся на максимальных отметках за последние два года. Инфляция в США за период с ноября по декабрь выросла с 1.69% до 2.07%, в Европе — с 1.22% до 1.82%, а в Великобритании — с 1.2% до 1.6%. ВВП США в четвертом квартале вырос на 0.5% к предыдущему кварталу, ВВП Еврозоны также вырос на 0.5%, а ВВП Великобритании — на 0.6%.

Несмотря на повышение ставки ФРС в декабре и макроэкономические предпосылки для ужесточения монетарной политики, ставки центральных банков Англии, Японии и ЕЦБ остаются на околонулевых отметках. Осуществляемые центральными банками программы выкупа активов обеспечивают низкие доходности облигаций на внутренних рынках. Пяти-

летние государственные бонды Германии, Швейцарии и Японии продолжают торговаться с отрицательной доходностью.

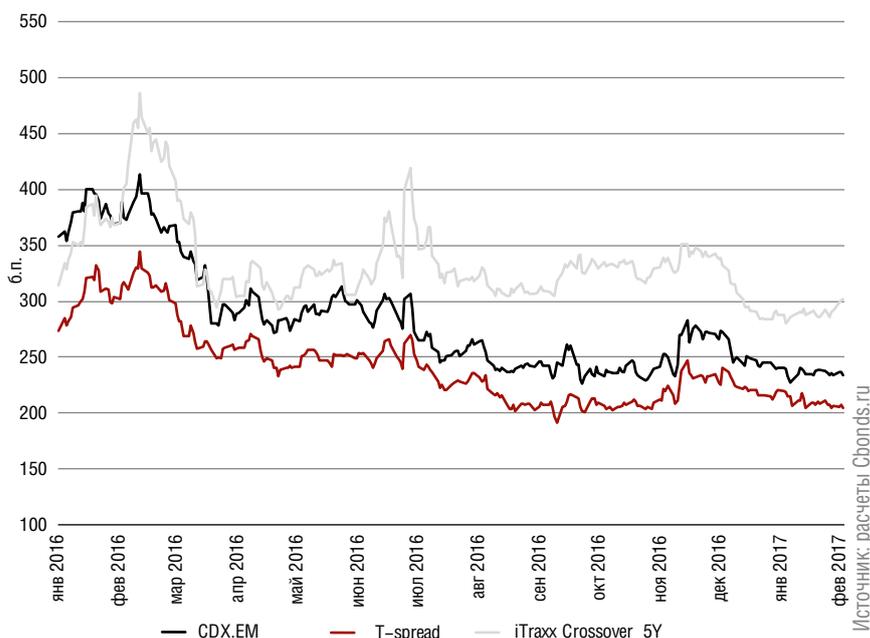
Главным политическим событием начала года оказалось вступление в должность 45-го президента США. Неопределенность вокруг будущей торговой политики США стала серьезным источником волатильности для финансовых рынков ЕМ. С наибольшими рисками столкнулись страны Азии и Латинской Америки, для которых США являются ключевым торговым партнером. Высокая степень экспортной ориентированности данных стран при введении торговых барьеров со стороны США может стать причиной значительного снижения кредитоспособности как суверенных, так и корпоративных эмитентов. Первые решения нового президента о выходе из соглашения о Транстихоокеанском партнерстве, а также о начале переговоров по статусу США в NAFTA поставили серьезный вопрос о перспективах развивающихся рынков.

РЫНОК ЕВРООБЛИГАЦИЙ ЕМ БЫСТРО ВОССТАНОВИЛСЯ ПОСЛЕ ПАДЕНИЯ

Победа Дональда Трампа на выборах в США в ноябре 2016 года, а также повышение процентных ставок ФРС в декабре стали триггерами для начала распродажи на рынке еврооблигаций Emerging Markets. По данным IIF (Institute of International Finance), чистый отток иностранных инвестиций из долговых инструментов ЕМ в 2016 году составил \$33.8 млрд. Максимального за год значения этот показатель достиг в декабре — \$3.4 млрд. Многие инвесторы предпочли мигрировать в безрисковые активы. Сложившийся на рынке консенсус, однако, был пересмотрен уже в начале января.

В текущей ситуации все еще мягкая монетарная политика обеспечивает мировую экономику большой массой «дешевых» денег. Однако уже сейчас наблюдаются предпосылки для следующего повышения процентной ставки со стороны ФРС. Инвесторы вынуждены принимать сложные решения. С одной стороны, рост инфляции и ожидания очередного повышения процентной ставки делают инвестиции в US Treasuries в данный момент не столь привлекательными. С другой стороны, инвестиции в высокодоходные облигации связаны с растущими политическими и кредитными рисками.

После падения в конце года доходности на рынке еврооблигаций ЕМ в



Источник: расчеты Cbonds.ru

первые недели 2017 года восстановились до ноябрьских значений. Инвесторы продемонстрировали значительный аппетит к риску, что привело к сужению спреда доходностей еврооблигаций ЕМ и US Treasuries. По состоянию на 1 февраля T-spread суверенных еврооблигаций развивающихся рынков находится практически на своих минимальных значениях с начала 2016 года (см. Рисунок 1). Эмиссии, номинированные в долларах США, в январе были наиболее популярными среди инвесторов. При этом самым большим спросом пользовались бумаги с погашением в течение года. Это наилучшим образом отражает то, как инвесторы оценивают текущие риски.

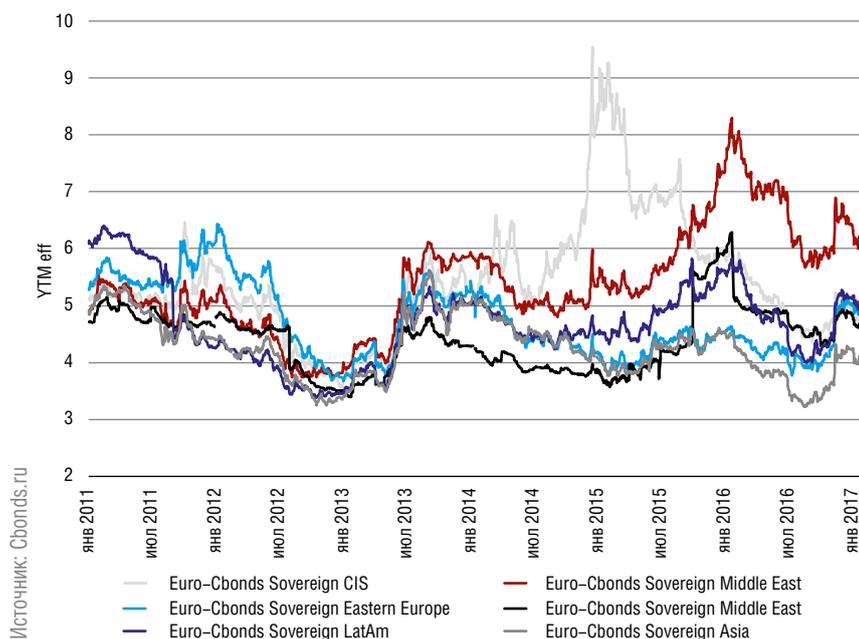
Благодаря возвращению инвесторов на развивающиеся рынки доходности еврооблигаций ЕМ в январе значительно снизились (см. Рисунок 2). Так, доходности суверенных еврооблигаций Латинской Америки и Азии, по сравнению с концом года, упали на 0.35% и 0.31% соответственно, а доходности бумаг из региона СНГ упали на 0.46%.

События конца 2016 года показали, что на развивающихся рынках сосредоточены существенные риски. Намеченное ужесточение монетарной политики может привести к усилению

¹ Для расчета T-spread использовались наиболее ликвидные суверенные выпуски еврооблигаций, номинированные в USD, с кредитным рейтингом не ниже Ba3/BB-/BB-.

Рисунок 1
Динамика индексов iTraxx Crossover 5Y, CDX.EM и T-spread суверенных еврооблигаций Emerging Markets¹

■ ■ ■
ЗА ЯНВАРЬ БЫЛО
ВЫПУЩЕНО
ЕВРООБЛИГАЦИЙ
НА СУММУ ОКОЛО
\$70 МЛРД, ЧТО
ЯВЛЯЕТСЯ РЕКОРДНЫМ
ПОКАЗАТЕЛЕМ ДЛЯ
ЭТОГО МЕСЯЦА ЗА
ПОСЛЕДНИЕ ДВА ГОДА



Источник: Cbonds.ru

Рисунок 2
Динамика доходностей к погашению суверенных еврооблигаций EM, индексы Euro-Cbonds, %

бегства инвесторов в менее рискованные активы. Однако существующая неопределенность относительно того, как скоро будут свернуты программы экономического стимулирования, создает возможности для дальнейшего роста.

ПРОДОЛЖЕНИЕ РОСТА

Благоприятная ситуация на рынке в начале года в совокупности с потенциальным ростом рисков в ближайшем будущем стимулировали эмитентов из Emerging Markets торопиться с выходом на рынок. За первый месяц года было выпущено еврооблигаций на сумму около \$70 млрд, что является рекордным показателем для этого месяца за последние два года (см. Рисунок 3).

Абсолютным лидером по объему новых размещений стала Азия с объемом \$30.76 млрд, следом за которой с разницей лишь в \$5.3 млрд идет Латинская Америка. При этом на долю двух данных регионов приходится 76.7% от общего объема всех эмиссий еврооблигаций EM, размещенных в январе (см. Рисунок 4).

ПРАВИТЕЛЬСТВА СТРАН EM ТОРОПЯТСЯ С ВЫХОДОМ НА РЫНОК

Суверенные эмитенты EM в январе разместили еврооблигации на \$27.5 млрд, максимально приблизившись к рекордному значению в \$28.6 млрд, зафиксированному за аналогичный период 2014 года. Эмитенты расценили ситуацию, сло-

САМЫМ КРУПНЫМ РАЗМЕЩЕНИЕМ НА РЫНКЕ БЛИЖНЕГО ВОСТОКА СТАЛ ВЫПУСК ЕВРООБЛИГАЦИЙ ИЗРАИЛЯ НА 2.25 МЛРД ЕВРО

жившуюся на рынке в начале года, как хорошую возможность для покрытия большей части своих текущих потребностей в привлечении капитала. Данные меры должны обезопасить их финансовое положение от возможного ухудшения ситуации на рынке в течение года. Высокая загруженность рынка на старте 2017 года может быть компенсирована спадом активности в последующие месяцы.

Самым крупным размещением еврооблигаций EM за первый месяц 2017 года стал выпуск Аргентины. Воспользовавшись окном на рынке, Аргентина разместила выпуск долларовых еврооблигаций двумя траншами с погашением через пять и десять лет общим объемом \$7 млрд. Спрос со стороны инвесторов составил \$21 млрд, а ориентир доходности в ходе размещения был снижен с 7% до 6.875% для десятилетней бумаги и с 5.625% до 5.575% для пятилетней бумаги. Доходности для нового выпуска оказались ниже, чем доходности первичного размещения для пятилетней и десятилетней эмиссий, размещенных в апреле 2016 года. В апреле бумаги были размещены с доходностями 7.5% и 6.875% соответственно. Инвесторы продемонстрировали высокий уровень доверия правительству страны, а также уверенность в будущем экономическом росте.

В январе на первичный рынок вышла Турция. По состоянию на конец 2016 года краткосрочная задолженность Турции перед иностранными инвесторами составляла около 74% от всего объема золотовалютных резервов. Высокая зависимость страны от краткосрочного долларового финансирования является причиной сильной уязвимости турецкой лиры на фоне укрепления американского доллара. Результатом этого стало сильнейшее падение лиры в первые недели 2017 года.

СУВЕРЕННЫЕ
ЭМИТЕНТЫ EM
В ЯНВАРЕ РАЗМЕСТИЛИ
ЕВРООБЛИГАЦИИ
НА \$27.5 МЛРД

Для увеличения дюрации текущего долга Турция в рамках программы эмиссий на 2017 год разместила выпуск объемом \$2 млрд с погашением в 2027 году. Новый выпуск был встречен значительным спросом со стороны инвесторов, книга заявок была переподписана в три раза, а ориентир доходности при размещении снижен с начальных 6.35% до 6.07%.

Африканские страны, которые сильнее всего пострадали от падения цен на сырьевые товары в 2016 году, продолжают искать возможности для финансирования дефицитов бюджета, а также рефинансирования текущей задолженности. Самой крупной сделкой на рынке региона стал новый выпуск Египта, размещенный тремя траншами с погашением через пять, десять и тридцать лет, общим объемом \$4 млрд. Совокупный спрос для трех траншей составил \$13.5 млрд. Заявленная цель выпуска — финансирование дефицита бюджета.

Несмотря на то что странам Северной Африки в целом удается решать проблемы с привлечением нового капитала, ситуация в остальной части региона является менее благоприятной. Низкий текущий уровень кредитных рейтингов существенно повышает премию за риск для новых размещений и снижает количество потенциальных инвесторов. В такой ситуации наиболее пострадавшие от сырьевого кризиса страны находятся в безвыходном положении. Ярким примером является Республика Мозамбик. Не найдя возможности для рефинансирования находящихся в обращении еврооблигаций и не сумев договориться с инвесторами о реструктуризации, эмитент объявил о том, что не может исполнить обязательства по выплате купона. На текущий момент эмиссия Мозамбика с погашением в 2023 году и ставкой купона 10.5% находится в техническом дефолте. Правительство страны настаивает на списании значительной части долга, инвесторы, в свою очередь, категорически с этим не согласны. Ожидается, что технический дефолт станет причиной возобновления переговоров по реструктуризации, однако уже с участием МВФ.

Самым крупным размещением на рынке Ближнего Востока стал выпуск еврооблигаций Израиля, состоящий из двух траншей с погашением в 2027 и 2037 годах. Общий объем выпуска составил 2.25 млрд евро, что является самой крупной за всю историю страны эмиссией для бумаг, номинированных в евро.

СЫРЬЕВЫЕ КОМПАНИИ

Активность корпоративных эмитентов определяли те же факторы, что и в случае с суверенными заемщиками. Однако рост цен на сырье оказался дополнительным стимулом для выхода на рынок компаний сырьевого сектора. Самым крупным корпоративным размещением еврооблигаций в январе стала эмиссия Petrobras из двух траншей с погашением в 2022 и 2027 годах и ставкой купона в 6.125% и 7.375% соответственно общим объемом \$4 млрд.

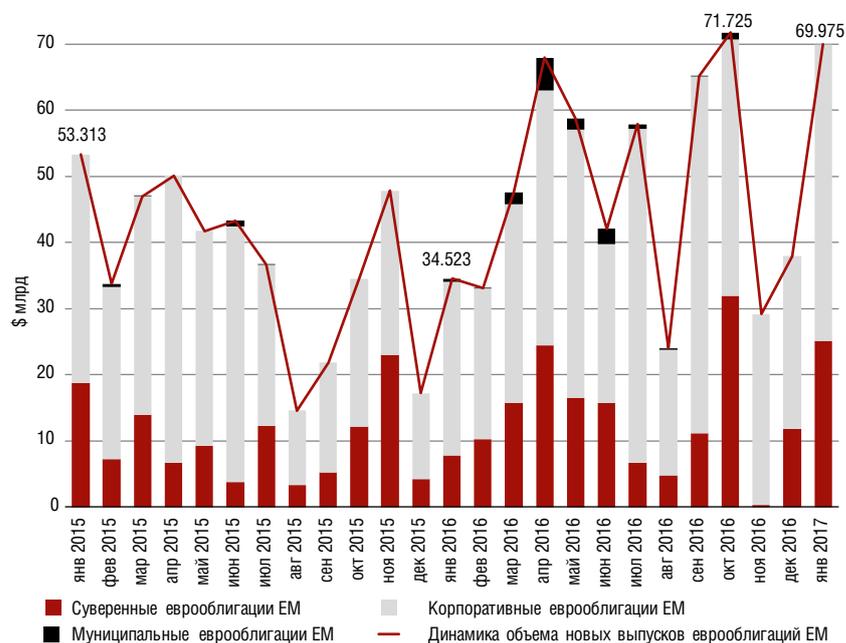
Еще одной компанией сектора, вышедшей на рынок в начале года, стала Vedanta Resources. Индийский сырьевой гигант впервые с 2013 года разместил пятилетний выпуск объемом в \$1 млрд со ставкой купона 6.375%. При этом эмитент заявил, что привлеченные средства будут использованы для рефинансирования текущей задолженности по еврооблигациям с погашением в 2018 и 2019 годах.

СНГ

Первичный рынок еврооблигаций России продолжает стабилизироваться. После традиционной паузы в начале года возобновился рост первичного предложения, причем как от уже привычных эмитентов, так и от дебютантов. В январе впервые в своей истории на рынок еврооблигаций вышла ОК «РУСАЛ». Для рефинансирования текущей задолженности по валютным кредитам алюминиевый холдинг разместил выпуск объемом \$600 млн со ставкой купона

■ ■ ■
ПОСЛЕ УСПЕШНОГО
ВЫПУСКА ОБЪЕМОМ
15 МЛРД РУБ. В 2016
ГОДУ РЖД ЗАЯВИЛА
О ВОЗМОЖНОСТИ
РУБЛЕВОГО
РАЗМЕЩЕНИЯ
В ТЕЧЕНИЕ 2017 ГОДА

Рисунок 3
Объем новых выпусков еврооблигаций Plain Vanilla Emerging Markets за период с января 2015 года по январь 2017 года



Источник: Cbonds.ru

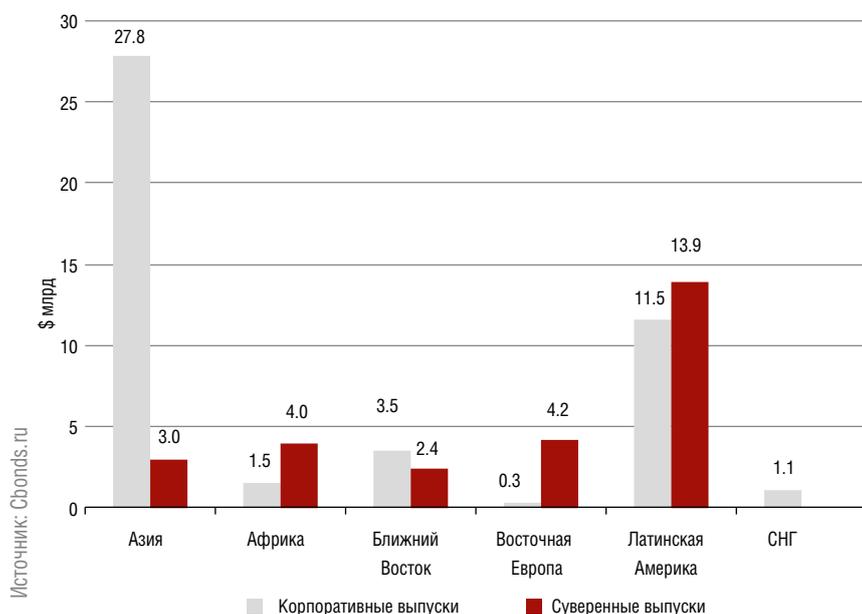


Рисунок 4
Объем новых выпусков еврооблигаций Plain Vanilla Emerging Markets по регионам мира за январь 2017 года.

5.125%. Организаторами сделки выступили сразу четырнадцать инвестбанков. Инвесторы с большим интересом отнеслись к дебютанту рынка. Первоначально заявленный объем сделки в \$500 млн после значительного спроса был увеличен до \$600, а первоначальный ориентир доходности в 5.375% в ходе размещения был снижен до 5.125%. Итоговая книга заявок была переподписана в два раза.

Российские эмитенты продолжают строить планы по выпуску рублевых еврооблигаций. После успешного выпуска объемом 15 млрд руб. в 2016 году РЖД заявила о возможности рублевого размещения в течение 2017 года. Уже в начале февраля road show рублевого выпуска еврооблигаций со сроком обращения до пяти лет начинает Альфа-Банк.

Рынок еврооблигаций Украины остается в тяжелом положении. В декабре Национальный Банк Украины провел национализацию крупнейшего банка страны — ПриватБанка. Последовав-

Таблица 1
Топ-10 банков-организаторов размещений еврооблигаций EM в январе 2017 года

№	Инвестиционный банк	Объем, \$ млн	Доля рынка	Кол-во эмитентов	Кол-во эмиссий
1	Citigroup	9890	14.13%	29	36
2	JP Morgan	8456	12.08%	28	35
3	HSBC	5479	7.83%	26	37
4	Deutsche Bank	4033	5.76%	16	23
5	Barclays	2792	3.99%	10	14
6	Goldman Sachs	2605	3.72%	9	13
7	Standard Chartered Bank	2589	3.70%	17	22
8	Morgan Stanley	2440	3.49%	7	10
9	Bank of America Merrill Lynch	2321	3.32%	11	12
10	BNP Paribas	2063	2.95%	7	13

В ТОТ ПЕРИОД, КОГДА МНОГИЕ ОЖИДАЛИ ПРОДОЛЖЕНИЯ МИГРАЦИИ КАПИТАЛА В БЕЗРИСКОВЫЕ АКТИВЫ, РЫНОК НЕОЖИДАННО ПРОДЕМОНСТРИРОВАЛ МОЩНЫЙ РОСТ

шая за этим конвертация трех выпусков еврооблигаций в собственный капитал банка стала полной неожиданностью для инвесторов. Несмотря на заявления НБУ, что операция bail-in соответствовала всем нормам права, инвесторы собираются обжаловать данное решение в суде.

В начале года на рынке Украины произошло символическое событие. В январе, впервые после кризиса, был размещен новый выпуск еврооблигаций. Аграрная группа «Кернел», которая, помимо всего прочего, является дебютантом рынка еврооблигаций, разместила пятилетний выпуск объемом \$500 млн. Книга заявок была переподписана в два с половиной раза. Такой высокий спрос со стороны инвесторов позволил эмитенту значительно снизить первичный ориентир доходности с 9.25–9.5% до 8.79%. По сообщениям руководства компании, средства от размещения облигаций будут использованы для рефинансирования текущего долга. Снижение долговой нагрузки является важным условием для осуществления планируемой сделки по поглощению «Кернел» другого украинского агрохолдинга — «Мрия».

ЧТО ДАЛЬШЕ

Начало года на рынке еврооблигаций развивающихся стран оставило неоднозначное впечатление. В тот период, когда многие ожидали продолжения миграции капитала в безрисковые активы, рынок неожиданно продемонстрировал мощный рост. Вопрос в том, как долго будет сохраняться эта тенденция. Единственное, в чем можно быть уверенным, так это в том, что инвесторы вынуждены принимать решения в условиях возросшей волатильности. **C**