Апрель запомнится триумфом России на международном долговом рынке после 12-летней паузы и оживлением в сегменте еврооблигаций Украины и Казахстана. В то же время, усилившаяся напряженность в странах PIIGS привела к росту доходностей и расширению спредов на развивающихся рынках. Чем все это обернется: небольшой коррекцией, которая приведет к дальнейшему, но уже более сбалансированному росту Emerging Markets, либо сменой тренда и очередной волной кризиса? Это и есть вопрос ближайшего месяца.

Новые ориентиры

Константин ЛЫСЕНКО

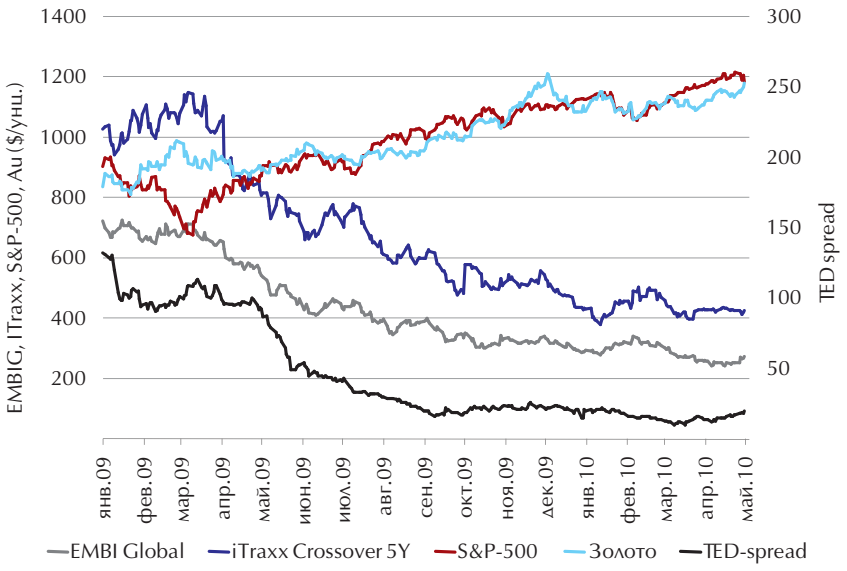
МИРОВАЯ КОНЪЮНКТУРА

В апреле мировые рынки продолжало лихорадить в связи с напряженной ситуацией вокруг Греции, а также другими странами PIIGS. К началу мая рынок получил положительный сигнал. ЕЦБ и МВФ объявили о предоставлении Греции пакета помощи в 110 млрд евро. Тем не менее, Греции придется основательно затянуть пояса, чтобы достойно выбраться из образовавшейся долговой ямы.

Достаточно предсказуемым стало понижение в апреле рейтингов Греции до уровня A3/BB+/BBB- (M/S&P/F) тремя международными рейтинговыми агентствами. Причем S&P понизило рейтинг Греции сразу на три ступени, а Fitch — на две. Снижение рейтингов коснулось не только Греции, но и других стран PIIGS. S&P понизило рейтинги Испании и Португалии на одну и две ступени до уровней AA и A- соответственно, а Moody's изменило прогноз по рейтингу Исландии Baa3 со стабильного на негативный. В завершение, подливали масла в огонь судебный иск SEC к Goldman Sachs, а также извержение вулкана в Исландии, практически полностью парализовавшее воздушное сообщение в Европе.

В результате к концу апреля на долговых рынках началось бегство от рисков. Доходности еврооблигаций поползли вверх, а спреды к безрисковым инструментам стали расширяться. В этих условиях на фоне благоприятной статистики из США цены US Treasures стали расти, а доходности снижаться. Так, доходность 10-летних казначейских облигаций США в апреле сократилась на 18 б.п. и составила 3.65%. Ситуация на долговых рынках, которая почти два последних месяца напоминала «финансовый рай» для заемщиков Emerging Markets, заметно ухудшилась.

Рисунок 1
Ключевые мировые индикаторы



К КОНЦУ АПРЕЛЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ НАЧАЛОСЬ БЕГСТВО ОТ РИСКОВ. ДОХОДНОСТИ ЕВРООБЛИГАЦИЙ ПОПОЛЗЛИ ВВЕРХ, А СПРЕДЫ К БЕЗРИСКОВЫМ ИНСТРУМЕНТАМ СТАЛИ РАСШИРЯТЬСЯ

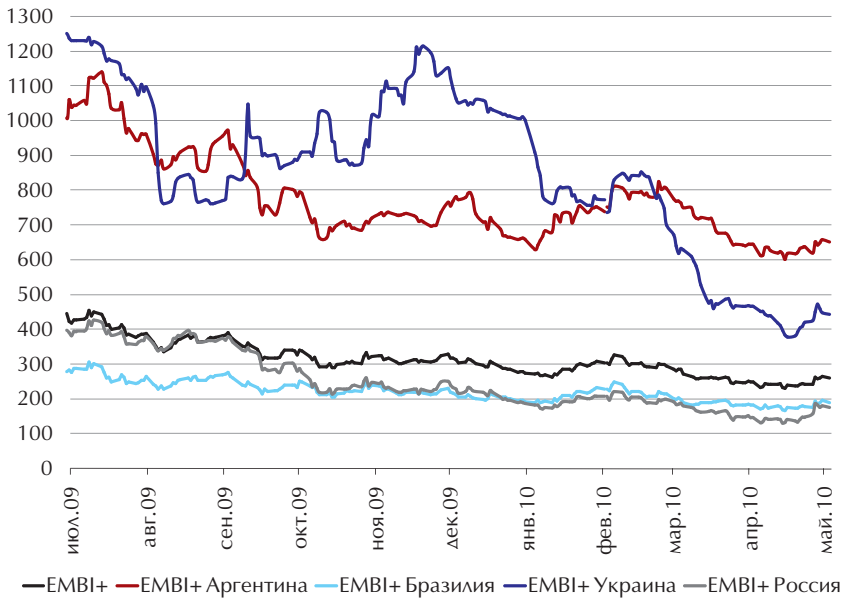


Рисунок 2

Спреды EMBI+ по странам Emerging Markets

Динамика индексов EMBI+, рассчитываемых банком JP Morgan, наглядно демонстрирует влияние на страны с развивающимися рынками перечисленных негативных событий. По всем без исключения странам EM в первые 20 дней апреля продолжилось сужение спредов в среднем на 6%. Спред по индексу EMBI+ достиг минимального значения после кризиса осени 2008 года — 231 б.п. Но в третьей декаде месяца ситуация резко изменилась, и спред расширился на 34 б.п. до 265 б.п. По России индикатор в течение месяца вырос на 29 б.п. и вернулся на уровни начала марта 2010 года, составив 181 б.п. Единственной страной, по которой в апреле произошло уменьшение спредов EMBI+, стала Украина (снижение на 20 б.п. до 449 б.п.).

Похожую картину можно наблюдать, анализируя динамику индекса суверенных еврооблигаций Euro-Cbonds. Доходность по российскому индексу к концу месяца выросла на 11 б.п. до 5.26%, а по Украине, наоборот, сократилась на 23 б.п. до 7.14%.

Коррекция отразилась и на итогах торгов индикативными выпусками суверенных евробондов. Если в марте почти по всем странам Emerging Markets котировки росли, то в апреле, наоборот, по большинству стран произошло снижение цен и рост доходностей. Почти на 1.5% сократились цены по еврооблигациям Аргентины с погашением в 2033 году, при этом доходности бумаг увеличились на 18 б.п. до 11.73%. В пределах 0.5% снизились котировки по евробондам России, Колумбии и Мексики при росте эффективных доходностей на 3–7 б.п.

Таблица 1

Котировки индикативных выпусков еврооблигаций Emerging Markets

Эмиссия	Рейтинг страны (M/S&P/F)	Ставка купона	Дюрация, лет	Средневзвешенная цена			Эффективная доходность		
				30.04.10	31.03.10	Δ	30.04.10	31.03.10	Δ, б.п.
Малайзия, 2011	A3/A-/A-	7.500%	1.17	107.37	107.44	-0.08	1.35%	1.66%	-31
ЮАР, 2014	A3/BBB+/BBB+	6.500%	3.65	110.50	110.75	-0.25	3.74%	3.73%	1
Мексика, 2014-1	Baa1/BBB/BBB	5.875%	3.41	112.00	112.38	-0.38	2.48%	2.45%	3
Россия, 2030	Baa1/BBB/BBB	7.500%	6.12	114.80	115.38	-0.58	5.13%	5.06%	7
Тунис, 2012	Baa2/BBB/BBB	7.375%	1.92	110.15	110.50	-0.35	2.14%	2.17%	-3
Бразилия, 2030	Baa3/BBB-/BBB-	12.250%	10.48	174.80	174.33	0.47	5.92%	5.95%	-3
Перу, 2033	Baa3/BBB-/BBB-	8.750%	11.78	132.93	133.10	-0.16	6.18%	6.18%	0
Панама, 2027	Ba1/BB+/BBB-	8.875%	10.34	132.50	130.00	2.50	5.95%	6.15%	-20
Колумбия, 2033	Ba1/BB+/BB+	10.375%	11.05	143.50	144.00	-0.50	6.75%	6.72%	3
Индонезия, 2014-1	Ba2/BB/BB+	6.750%	3.51	111.13	110.75	0.38	3.67%	3.82%	-15
Филиппины, 2025	Ba3/BB-/BB	10.625%	9.05	146.03	143.32	2.71	6.01%	6.24%	-23
Турция, 2030	Ba2/BB/BB+	11.875%	10.14	160.80	160.00	0.80	6.50%	6.56%	-6
Венесуэла, 2027	B2/BB-/B+	9.250%	7.94	78.22	78.56	-0.34	12.68%	12.61%	7
Украина, 2013	B2/B-/B-	7.650%	2.80	102.75	101.79	0.97	6.76%	7.13%	-37
Аргентина, 2033-3	B3/B-/RD	8.280%	8.81	74.50	75.61	-1.11	11.73%	11.55%	18

Источник: Cbonds

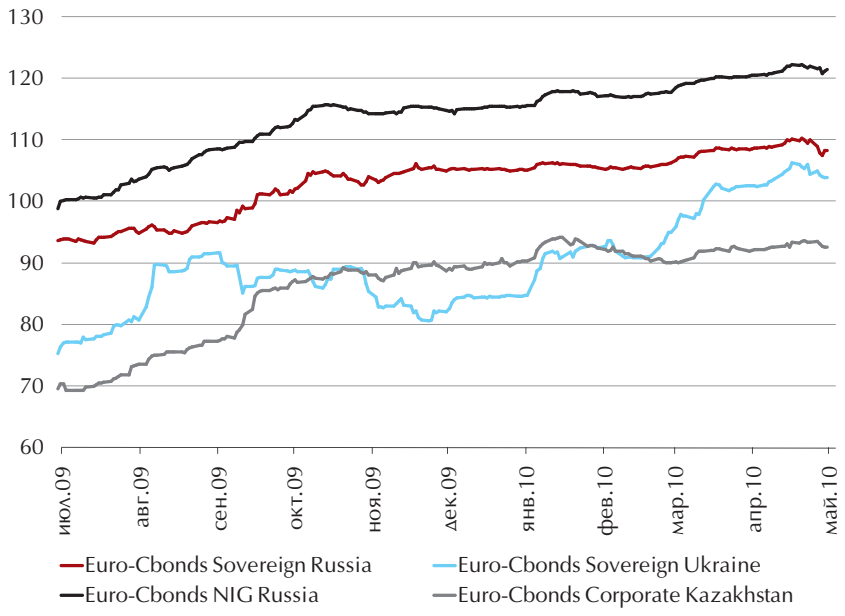


Рисунок 3
Динамика индексов еврооблигаций России, Украины и Казахстана

На облигации ряда стран коррекция оказала незначительное влияние, и за счет благоприятной коньюнктуры первой половины апреля их котировки выросли. Лидерами роста стали выпуски Панама, 2027 и Филиппины, 2025, цены которых увеличились на 1.9%, а доходности сократились на 20 б.п. (до 5.95%) и 23 б.п. (до 6.01%) соответственно. По еврооблигациям Украины цены увеличились на 0.95%, достигнув значения 102.75% от номинала. При этом эффективная доходность впервые с начала года опустилась ниже 7% и концу месяца была равна 6.76%.

В то время как целый ряд развитых стран столкнулся со снижением рейтингов международными рейтинговыми агентствами, в отношении стран Emerging Markets в апреле не было проведено ни одного негативного рейтингового действия из 14. На одну ступень были повышены рейтинги Грузии (B+/S&P), Кореи (A1/Moody's), Ливана (B1/Moody's) и Доминиканской Республики (B1/Moody's). Агентство Moody's изменило прогноз по рейтингу Казахстана Baa2 с негативного на стабильный. Кроме того, шести государствам рейтинги были подтверждены на существующих уровнях: Таиланд — BBB+; Тунис, Таиланд и Барбадос — BBB; Габона и Лесото — BB-. Бангладешу (BB-/S&P; Ba3/Moody's) и Албании (B+/S&P) рейтинги были присвоены впервые.

Отметим, что с начала года из 61 рейтингового действия в отношении стран с развивающимися рынками только три оказались негативными (S&P понизило рейтинги Ботсваны и Черногории, а Moody's пересмотрело прогноз по рейтингу Ботсваны со стабильного на негативный).

РЫНОК ЕВРООБЛИГАЦИЙ СТРАН СНГ

ПЕРВИЧНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

В апреле на долговых рынках стран СНГ произошел ряд ключевых событий, которые определили вектор дальнейшего развития сегмента. Во-первых, Россия после 12-летнего перерыва вышла на внешние рынки, разместив еврооблигации на $5.5 млрд. Во-вторых, впервые в 2010 году напомнили о себе украинские эмитенты, которые выпустили три выпуска евробондов на $1.33 млрд. В-третьих, в Казахстане в

Таблица 2
Новые эмиссии еврооблигаций СНГ в апреле 2010 г.

№	Эмиссия	Дата размещения	Дата погашения	Объем, млн	Валюта	Ставка купона	Рейтинги эмиссии (M/S&P/F)	Организаторы
	Россия			**5850**	**USD**			
1	НОМОС-БАНК, 2015 (LPN)	14.04.10	21.10.15	350	USD	8.75%	B1/-/B-	UBS, ВТБ Капитал
2	Россия, 2015	22.04.10	29.04.15	2000	USD	3.625%	Baa1/BBB/BBB	Barclays Capital, Citigroup, Credit Suisse, ВТБ Капитал
3	Россия, 2020	22.04.10	29.04.20	3500	USD	5.00%	Baa1/BBB/BBB	Barclays Capital, Citigroup, Credit Suisse, ВТБ Капитал
	Украина			**1330**	**USD**			
4	Укрэксимбанк, 2015 (LPN)	15.04.10	27.04.15	500	USD	8.375%	B1/-/B-	Citigroup, Credit Suisse
5	ДТЭК, 2015 (LPN)	22.04.10	28.04.15	500	USD	9.50%	B2/-/B-	ING, RBS
6	Мироновский хлебопродукт, 2015 (LPN)	22.04.10	29.04.15	330	USD	10.25%	B3/-/B-	Morgan Stanley, UBS
	Казахстан			**1500**	**USD**			
7	КазМунайГаз, 2020	28.04.10	05.05.20	1500	USD	7.00%	Baa2/BB+/BBB-	Citigroup, Credit Suisse, RBS
	ИТОГО			**8680**	**USD**			

Источник: Cbonds

текущем году была проведена первая сделка на рынке нового долга, не связанная с реструктуризацией задолженности. Всего на рынках еврооблигаций стран СНГ было размещено 7 выпусков на $8.68 млрд.

Россия выпустила два транша еврооблигаций: 5-летний на $2 млрд с купоном 3.625% и 10-летний на $3.5 млрд с купоном 5%. Доходность первичного размещения составила 3.741% и 5.082% соответственно. Спрос, предъявленный инвесторами, превысил предложение более чем в два раза. Организаторами сделки выступили Barclays Capital, Citi, Credit Suisse и «ВТБ Капитал».

Эмиссию по праву можно назвать триумфом России, так как суверену удалось добиться основной поставленной цели — установить новые, более привлекательные ориентиры доходности для последующих корпоративных заемщиков. Под такую низкую ставку Россия в своей истории еще никогда не занимала. Подробнее о том, как проходило размещение суверенных евробондов, читайте в интервью Кирилла Кондрашина, заместителя директора по операциям на долговых рынках капитала «ВТБ Капитал», журналу Cbonds Review.

В российском сегменте кроме суверенных еврооблигаций был размещен один корпоративный выпуск. НОМОС-БАНК завершил череду размещений еврооблигаций российских банков, начатую в предыдущем месяце (Банк Москвы, Альфа-Банк, Россельхозбанк и банк «Ренессанс Капитал»), разместив субординированные еврооблигации на $350 млн и 5.5 лет под ставку 8.75% годовых. Букраннерами сделки стали «ВТБ Капитал» и UBS. По сведениям одного из организаторов, размещение прошло очень успешно и стало самой крупной сделкой банка на международном рынке еврооблигаций. Спрос инвесторов превысил объем эмиссии более чем в два раза. Доходы от эмиссии банк планирует направить на погашение субординированного кредита на $260 млн, полученного от акционеров в 2009 году на 11 лет по ставке 12% годовых, а также на общекорпоративные цели.

В середине апреля первым из украинских эмитентов с начала кризиса на международный долговой рынок вышел государственный «Укрэксимбанк», который разместил 5-летние евробонды на $500 млн с купонной ставкой 8.375%. До этого украинские банки выпускали еврооблигации лишь для реструктуризации долгов. Спрос на эмиссию превысил предложение более чем в семь раз, в процессе подготовки выпуска удалось снизить первоначально заявленный ориентир доходности 8.5% до 8.375%. Организаторами выступили Citigroup и Credit Suisse. Сделка послужила своеобразным сигналом к выходу на международный долговой рынок других крупнейших украинских заемщиков.

Вслед за «Укрэксимбанком» ведущая украинская энергетическая группа ДТЭК через свою дочернюю структуру DTEK Finance B.V. разместила еврооблигации на $500 млн со сроком обращения 5 лет. Ставка купона по выпуску была установлена в размере 9.5% со спредом к казначейским облигациям США 724.7 б.п. Букраннерами выпуска стали ING Bank и The Royal Bank of Scotland.

Последним украинским эмитентом, разместившим еврооблигации в апреле, стал производитель мяса птицы ОАО «Мироновский хлебопродукт». Компания продала еврооблигации на $330 млн, из которых $240.572 млн были обменены на бумаги старого выпуска с погашением в 2011 году. Объем новых привлеченных средств составил $89.428. Организаторами сделки назначены Morgan Stanley и UBS.

Впервые с начала 2010 года на рынок нового долга вышел казахстанский эмитент. Национальная компания «КазМунайГаз» через свою дочернюю структуру KazMunaiGaz Finance Sub B.V. разместила 10-летние еврооблигации на $1.5 млрд с купон-

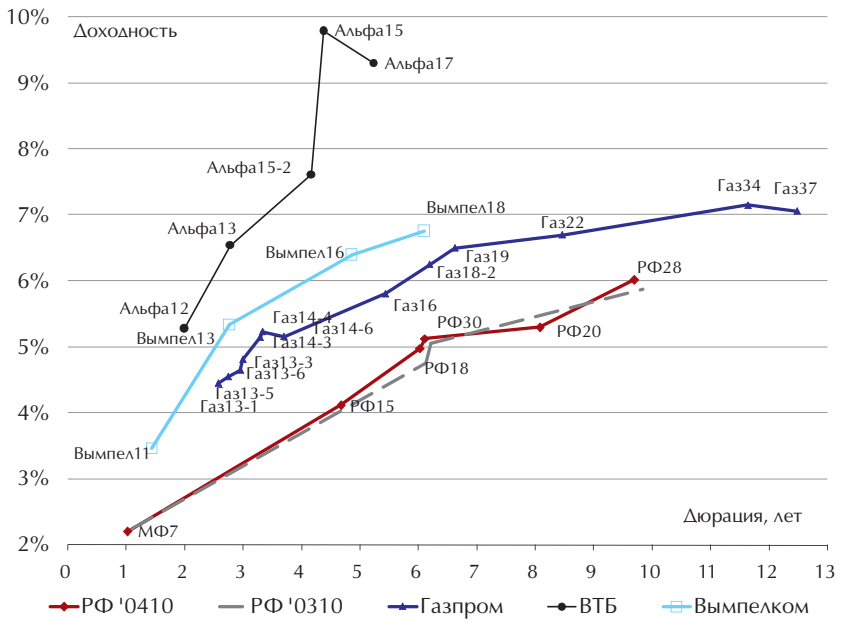


Рисунок 4

Индикативные кривые доходности российских еврооблигаций

СПРЕД ПО ИНДЕКСУ EMBI+ ДОСТИГ МИНИМАЛЬНОГО ЗНАЧЕНИЯ ПОСЛЕ КРИЗИСА ОСЕНИ 2008 ГОДА — 231 Б.П.

ной ставкой 7%. Доходность первичного размещения составила 7.25% со спредом к казначейским облигациям США в 347.7 б.п. Букраннерами сделки выступили Citigroup, Credit Suisse и RBS. Как сообщил Cbonds один из организаторов, основной сложностью в процессе размещения выпуска стало определение справедливой цены в условиях волатильного рынка. На фоне снижения суверенных рейтингов Греции, Испании и Португалии первоначально заявленные ориентиры доходности корректировались в сторону повышения. Эмитенту даже пришлось отказаться от планировавшегося 5-летнего транша. Тем не менее, в непростых рыночных условиях компании удалось разместиться с трехкратной переподпиской. Основными покупателями евробондов стали институциональные инвесторы США, которые приобрели 67% выпуска.

ВПЕРВЫЕ В 2010 ГОДУ НАПОМНИЛИ О СЕБЕ УКРАИНСКИЕ ЭМИТЕНТЫ, КОТОРЫЕ РАЗМЕСТИЛИ ТРИ ВЫПУСКА ЕВРОБОНДОВ НА $1.33 МЛРД

ПЛАНИРУЕМЫЕ ЭМИССИИ

Сделки, которые были проведены в апреле на международном долговом рынке эмитентами из стран СНГ, стали определяющими для последующих выпусков в корпоративном секторе. Размещения России, украинского Укрэксимбанка и казахстанского «КазМунайГаза» показали, что инвесторы предъявляют высокий спрос на долг стран СНГ и готовы пересматривать доходности по сделкам в сторону их понижения.

Сбербанк России может стать первым российским заемщиком, который выпустит еврооблигации после размещения суверена. По данным газеты Financial Times, road show нового выпуска может начаться 10 мая и пройдет во Франкфурте, Женеве и Лондоне. Организаторами выбраны DZ Bank, JP Morgan и RBS. По заявлениям прессе министра финансов РФ Алексея Кудрина, суверен в этом году больше не намерен занимать в долларах на международном долговом рынке. Тем не менее, вполне возможен выпуск в рублях, тем более что в условиях укрепления российской валюты данный выпуск пользовался бы спросом инвесторов.

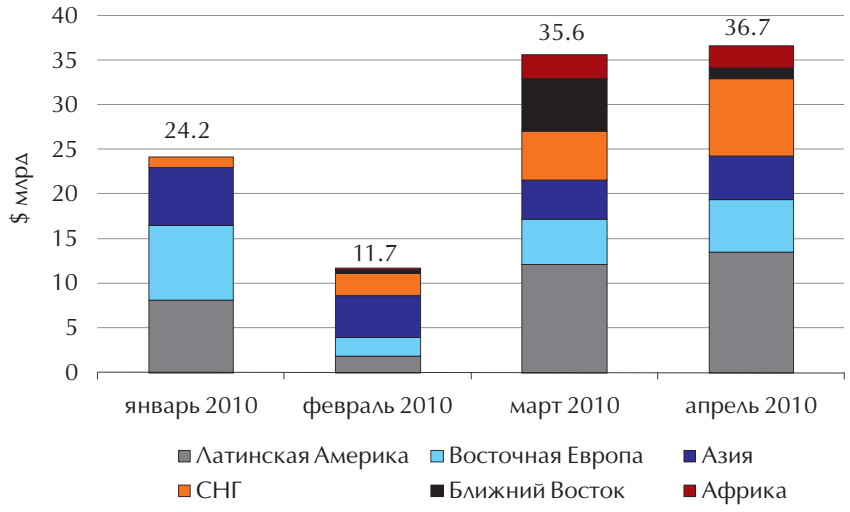
На Украине «ПриватБанк» начал переговоры с инвесторами с целью размещения еврооблигаций ориентировочно сроком на пять лет с прогнозируемым объемом эмиссии $500 млн. В конце апреля банк объявил ориентиры предстоящего выпуска на уровне 9.5–10.25%. Кроме того, крупнейшая украинская горно-металлургическая группа «Метинвест» планирует разместить евробонды с доходностью 8.5–9.75% на сумму до $1 млрд сроком на 5 лет.

В Казахстане национальная атомная компания «Казатомпром» (Baa3/-/BBB-) объявила о планах по размещению своих дебютных еврооблигаций. В начале мая компания планирует провести road show. Квазисуверен назначил BNP Paribas и JP Morgan букраннерами предстоящей сделки. Указанные банки совместно с Halyk Finance будут выполнять также функции ведущих менеджеров. На рынок еврооблигаций Казахстана помимо квазисуверенов могут выйти и эмитенты с более низким рейтингом. Нефтяная компания «Жаикмунай» (B3/B-/-) уже выбрала Citi, JP Morgan и ING в качестве организаторов предстоящего выпуска евробондов.

РАЗМЕЩЕНИЕ РОССИИ, УКРАИНСКОГО УКРЭКСИМБАНКА И КАЗАХСТАНСКОГО «КАЗМУНАЙГАЗА» ПОКАЗАЛИ, ЧТО ИНВЕСТОРЫ ПРЕДЪЯВЛЯЮТ ВЫСОКИЙ СПРОС НА ДОЛГ СТРАН СНГ И ГОТОВЫ ПЕРЕСМАТРИВАТЬ ДОХОДНОСТИ ПО СДЕЛКАМ В СТОРОНУ ИХ ПОНИЖЕНИЯ

Рисунок 5

Объем эмиссии еврооблигаций Emerging Markets



РЫНОК ЕВРООБЛИГАЦИЙ СТРАН СНГ

№	Эмиссия	Дата размещения	Дата погашения	Объем, млн	Валюта	Ставка купона	Рейтинги эмиссии (M/S&P/F)	Организаторы
1	Мексика, 2040	06.04.10	11.01.40	1000	USD	6.05%	Baa1/BBB/BBB	Credit Suisse, Goldman Sachs
2	Колумбия, 2021, COP	07.04.10	14.04.21	1528831	COP	7.75%	Ba1/BB+/BB+	Credit Suisse, Deutsche Bank
3	Израиль, 2012	12.04.10	23.04.12	200	USD	3mL + 0.5%	A1/A/A	Barclays Capital
4	Турция, 2020-2	13.04.10	18.05.20	1500	EUR	5.125%	Ba2/BB/BB+	Commerzbank, Credit Suisse, Deutsche Bank, DZ Bank
5	Бразилия, 2021	15.04.10	22.01.21	787.5	USD	4.875%	Baa3/BBB-/BBB-	Citigroup, JP Morgan
6	Россия, 2015	22.04.10	29.04.15	2000	USD	3.625%	Baa1/BBB/BBB	Barclays Capital, Citigroup, Credit Suisse, ВТБ Капитал
7	Россия, 2020	22.04.10	29.04.20	3500	USD	5.00%	Baa1/BBB/BBB	Barclays Capital, Citigroup, Credit Suisse, ВТБ Капитал
8	Египет, 2020	22.04.10	29.04.20	1000	USD	5.75%	Ba1/BB+/BB+	HSBC, Morgan Stanley
9	Египет, 2040	22.04.10	30.04.40	500	USD	6.875%	Ba1/BB+/BB+	HSBC, Morgan Stanley
10	**Доминиканская Республика, 2021**	29.04.10	06.05.21	750	USD	7.50%	B1/B/B	Barclays Capital, Citigroup
	ИТОГО			**12 573**	**USD**			

Источник: Cbonds

Таблица 3
Новые эмиссии суверенных еврооблигаций Emerging Markets в апреле 2010 г.

РЫНОК ЕВРООБЛИГАЦИЙ EMERGING MARKETS

В апреле заемщики Emerging Markets продолжили активно занимать на международном долговом рынке. Всего ими было размещено 56 выпусков на $36.7 млрд. Из них треть объема пришлась на суверенных эмитентов, которые разместили 10 выпусков на $12.6 млрд. Кроме России возможностью занять на международном долговом рынке воспользовались Мексика, Колумбия, Израиль, Турция, Бразилия, Египет и Доминиканская Республика.

Больше всего эмиссий в апреле традиционно разместили латиноамериканские эмитенты — 25 выпусков на $13.5 млрд. Причем самыми активными стали бразильские эмитенты с 13 выпусками на $6.67 млрд. На втором месте заемщики из стран СНГ, которые провели 7 сделок на $8.68 млрд. Третью позицию заняли эмитенты Восточной Европы, разместившие 6 выпусков на $5.85 млрд. Азиатские эмитенты оказались лишь на четвертом месте, выпустив 12 эмиссий на $4.95 млрд. В Африке и на Ближнем Востоке было проведено 4 и 2 сделки на $2.5 и $1.2 млрд соответственно.

По итогам четырех месяцев 2010 года на международный рынок еврооблигаций вышли эмитенты 38 стран Emerging Markets. Лидером стала Бразилия, эмитенты которой за первые четыре месяца разместили 32 выпуска (с учетом доразмещений) на $16.2 млрд. На втором месте — российские заемщики с 17 выпусками на $13.9 млрд, на третьем — мексиканские с 20 выпусками на $12 млрд.

Таким образом, апрель 2010 года завершился для стран с развивающимися рынками вполне благополучно. Рост объема первичных размещений эмитентов Emerging Markets свидетельствует об окончательном восстановлении рынка еврооблигаций стран EM. При этом очевидно, что период гипернизких доходностей на нем, пик которого пришелся на март–апрель 2010 года, завершен. Скорее всего, после небольшой коррекции, ситуация на рынке стабилизируется, а темпы первичных размещений начнут снижаться.

> ОЧЕВИДНО, ЧТО ПЕРИОД ГИПЕРНИЗКИХ ДОХОДНОСТЕЙ, ПИК КОТОРОГО ПРИШЕЛСЯ НА МАРТ–АПРЕЛЬ 2010 ГОДА, ЗАВЕРШЕН

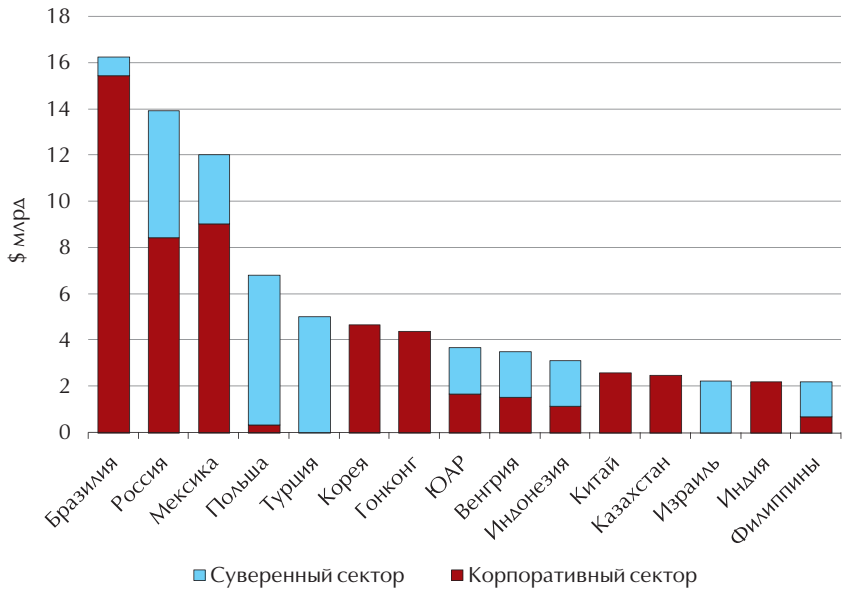



Рисунок 6
Объем первичных размещений еврооблигаций Emerging Markets в январе–апреле 2010 г., топ-15