Август образца 2010 года обошелся без мировых финансовых потрясений, что, несмотря на сезон отпусков, позволило корпоративным заемщикам в два раза увеличить объем привлеченных ресурсов на международных рынках капитала по сравнению с прошлым годом. В секторе суверенных облигаций, напротив, установилось затишье после плодотворного июля, правда, оно обещает смениться настоящим осенним урожаем в сентябре-октябре 2010 года.

Суверенные евробонды ПО ОСЕНИ СЧИТАЮТ

Константин ЛЫСЕНКО

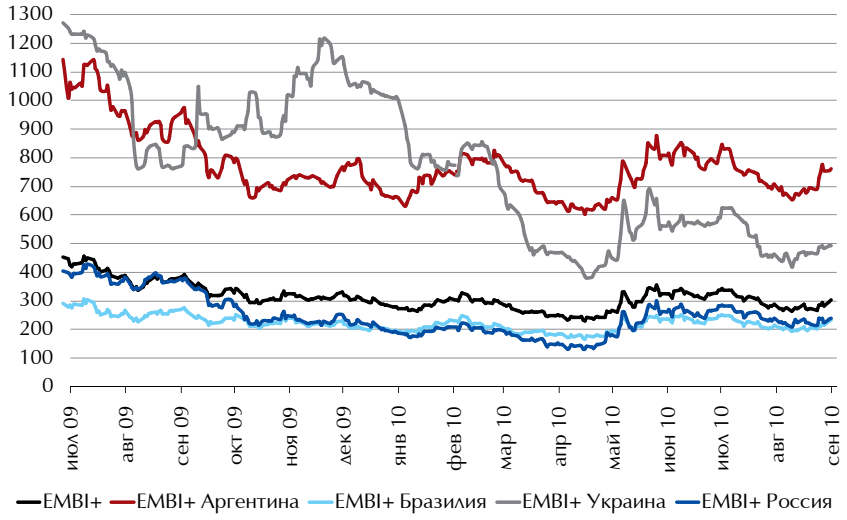
РЫНОЧНАЯ КОНЪЮНКТУРА

Третий месяц лета не принес неожиданностей, тем не менее, коньюнктуру мировых рынков можно охарактеризовать как умеренно негативную. Основным катализатором настроений инвесторов стали неутешительные макроэкономические данные из США. Складывается ощущение, что рано или поздно накопленный негатив вырвется наружу и спровоцирует новую волну финансовых потрясений.

Тем не менее, ситуация на развивающихся рынках выглядит вполне оптимистичной. Инвесторы не теряют уверенности в долговых инструментах Emerging Markets и продолжают покупать на фоне негативных новостей с развитых рынков.

Рисунок 1

Спреды EMBI+ по странам Emerging Markets



Спреды EMBI+ в августе продолжили сокращаться и к 23 августа сжались на 19 б.п. до 268 б.п. По России спред изменился на еще большую величину — 25 б.п., до 214 б.п. Подавляющее большинство эмиссий августа пришлось именно на этот период. Но в последнюю неделю месяца ситуация резко ухудшилась, и спред EMBI+ подскочил сразу на 35 б.п., превысив отметку 300 б.п. В целом, за месяц наихудшую динамику показали Венесуэла (рост на 97 б.п. до 1199 б.п.) и Аргентина (рост на 53 б.п. до 760 б.п.). По Украине индикатор вырос на 33 б.п. до 493 б.п., а по России вернулся на уровень конца июля — 239 б.п.

Похожую динамику продемонстрировали индексы суверенных еврооблигаций Euro-Cbonds. В течение августа значения индексов росли, а доходности падали, и только в последнюю неделю августа тренд изменился. В целом за месяц эффективная доходность индекса суверенных еврооблигаций Euro-Cbonds Sovereign EM с рейтингом выше уровня BB-/Ba3 снизилась на 32 б.п. до 4.89%. По России показатель сократился на 40 б.п.

По большинству индикативных суверенных выпусков цены выросли, а доходности еще больше сократились. Больше всего снизилась доходность корейских еврооблигаций с погашением в 2019 году — на 74 б.п. до 3.49%. По евробондам Россия-2030 доходность упала на 45 б.п. до уровня 4.43%, а по украинским бумагам — на 18 б.п. до 5.76%.

Эмиссия	Рейтинг страны (M/S&P/F)	Ставка купона	Дюрация, лет	Средневзвешенная цена			Эффективная доходность		
				31.08.10	30.07.10	Δ	31.08.10	30.07.10	Δ, б.п.
Катар, 2020	Aa2/AA/-	5.25%	7.71	110.13	106.03	4.10	3.98%	4.51%	-53
Корея, 2019	A1/A/A+	7.125%	6.81	127.11	121.23	5.89	3.49%	4.23%	-74
Польша, 2019-2	A2/A-/A-	6.375%	7.14	117.80	113.22	4.58	4.01%	4.61%	-60
Малайзия, 2015	A3/A-/A-	3.928%	4.43	105.40	104.34	1.06	2.73%	2.98%	-25
ЮАР, 2020	A3/BBB+/BBB+	5.50%	7.59	111.25	107.50	3.75	4.10%	4.58%	-48
Мексика, 2020-2	Baa1/BBB/BBB	5.125%	7.72	108.95	107.13	1.83	4.01%	4.24%	-23
Россия, 2030	Baa1/BBB/BBB	7.500%	5.89	118.81	116.00	2.81	4.43%	4.88%	-45
Венгрия, 2020-2	Baa1/BBB-/BBB	6.25%	7.35	102.00	100.75	1.25	6.05%	6.23%	-18
Тунис, 2012	Baa2/BBB/BBB	7.375%	1.58	109.48	109.38	0.10	1.54%	1.87%	-33
Бразилия, 2030	Baa3/BBB-/BBB-	12.250%	10.48	188.15	183.75	4.40	5.14%	5.39%	-25
Перу, 2033	Baa3/BBB-/BBB-	8.750%	12.44	149.04	143.50	5.54	5.18%	5.50%	-32
Панама, 2027	Ba1/BBB-/BBB-	8.875%	10.31	143.90	139.75	4.15	5.08%	5.38%	-30
Колумбия, 2033	Ba1/BB+/BB+	10.375%	11.66	159.50	156.00	3.50	5.73%	5.94%	-21
Турция, 2030	Ba2/BB/BB+	11.875%	10.43	170.63	167.63	3.00	5.85%	6.04%	-19
Индонезия, 2020	Ba2/BB/BB+	5.875%	7.45	113.06	111.25	1.81	4.24%	4.47%	-23
Филиппины, 2025	Ba3/BB-/BB	10.625%	9.02	161.00	152.63	8.38	4.82%	5.45%	-63
Венесуэла, 2027	B2/BB-/B+	9.250%	7.18	71.38	73.00	-1.63	14.06%	13.71%	35
Беларусь, 2015	B1/B+/-	8.75%	4.14	100.50	102.07	-1.57	8.80%	8.40%	40
Ливан, 2021	B1/B/B	8.25%	7.45	116.50	113.25	3.25	6.20%	6.61%	-41
Украина, 2013	B2/B+/B	7.650%	2.56	105.44	105.13	0.31	5.58%	5.76%	-18
Аргентина, 2033-3	B3/B-/B	8.280%	9.13	76.88	77.30	-0.42	11.36%	11.29%	7

Источник: Cbonds

Таблица 1

Котировки индикативных выпусков суверенных еврооблигаций Emerging Markets

В августе провели плодотворную работу международные рейтинговые агентства, которые отметились 18 рейтинговыми действиями в отношении стран с развивающимися рынками. Из них только два стали негативными: Moody's понизило рейтинг Бахрейна с уровня A2 до A3, а S&P — рейтинг Ганы с уровня B+ до B. По трем странам рейтинги были повышены: по Эквадору (S&P с CCC+ до B-), Парагваю (S&P с B до B+) и Руанде (Fitch с B- до B). Также S&P пересмотрело прогноз по рейтингу Чехии A и Перу BBB- со стабильного на позитивный, а Moody's повысило прогноз по рейтингу Кувейта Aa2 с негативного до стабильного. Кроме того, Moody's присвоило Молдове рейтинг B3 со стабильным прогнозом. По девяти странам Emerging Markets рейтинги были подтверждены на существующих уровнях.

ПЕРВИЧНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

В августе в странах Emerging Markets (без учета выпусков в рамках реструктуризаций) было размещено еврооблигаций на $16.8 млрд, что более чем в два раза меньше июльских показателей. Наибольшую активность проявили азиатские эмитенты, которые разместили 17 выпусков на $8 млрд. На втором месте находятся эмитенты Латинской Америки с шестью эмиссиями на $7 млрд. На третьем месте — заемщики из стран СНГ (7 выпусков на $1.7 млрд). Взяли тайм-аут эмитенты из Ближнего Востока и Африки.

В корпоративном сегменте стран СНГ ВТБ продолжил наращивать свой долговой портфель, доразместив в августе еще 100 млн к трехлетнему выпуску в швейцарских франках со ставкой купона 4%. После допэмиссии совокупный объем в обращении составил 400 млн швейцарских франков. Организаторами выпуска стали «ВТБ Капитал» и BNP Paribas.

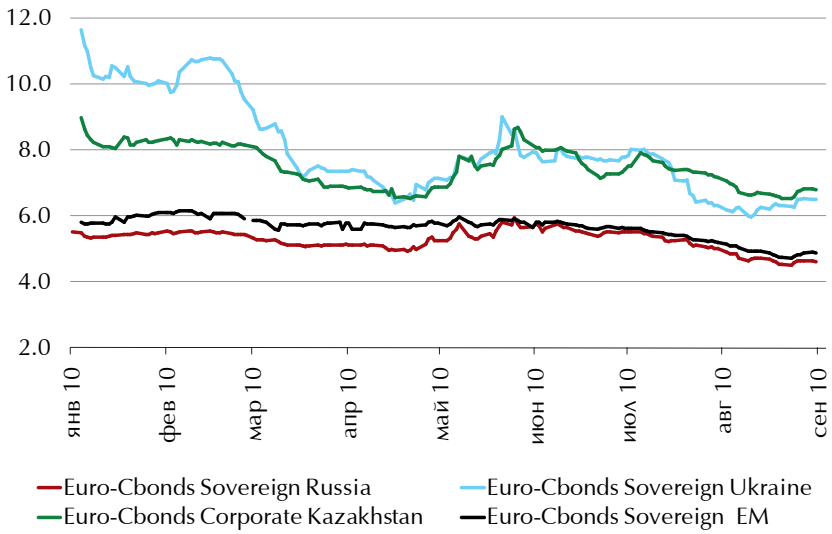
«ВТБ Капитал» провел еще две сделки в прошлом месяце, организовав дебютный выпуск LPN для «Башнефти». Бумаги были размещены двумя семилетними траншами: первый на $250 млн и второй на 15 млрд руб.

Банк Москвы стал вторым российским банком в этом году, который разместил еврооблигации в швейцарских франках. Он выпустил трехлетние бумаги под 4.5% годовых. Организаторами сделки выступили BNP Paribas и UBS.

Российский девелопер MirLand Development разместил на израильском фондовом рынке иностранные облигации на 200 млн израильских шейкелей. Ставка купона по бумагам установлена на уровне 8.5% при сроке обращения шесть лет. Организатором выпуска стал Credit Suisse.

Рисунок 2

Эффективная доходность индексов еврооблигаций стран с развивающимися рынками



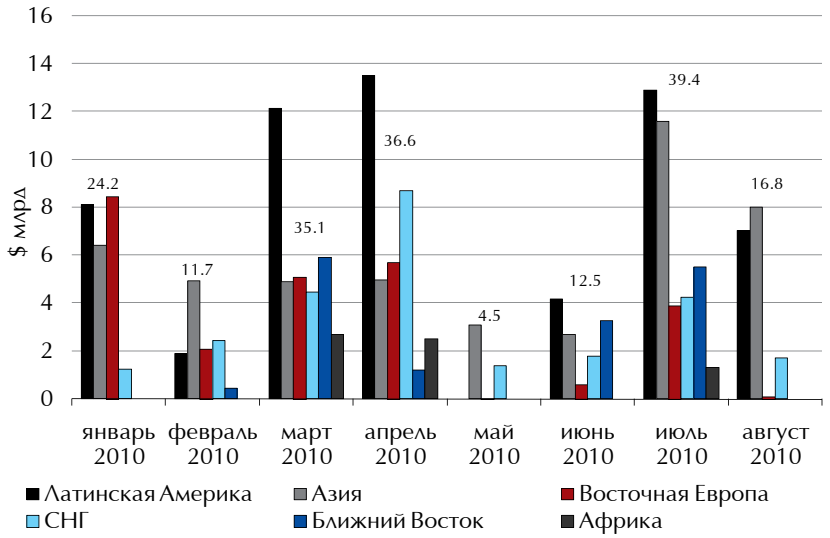


Рисунок 3

Новые выпуски еврооблигаций развивающихся рынков (без учета выпусков в рамках реструктуризации)

На первичном рынке суверенных еврооблигаций установилось спокойствие, которое было нарушено лишь двумя выпусками Беларуси и Венесуэлы на $3.4 млрд. Для сравнения, в июле было размещено 11 суверенных выпусков на $8.1 млрд.

Республика Беларусь доразместила $400 млн к своему дебютному пятилетнему выпуску еврооблигаций с купоном 8.75%. Облигации были размещены с доходностью 8.25%, что на 75 б.п. ниже, чем при первоначальном размещении. Общий объем эмиссии достиг $1 млрд. Организаторами сделки стали BNP Paribas, Deutsche Bank, RBS и Сбербанк России. Беларусбанк принял участие в размещении качестве соорганизатора.

Таблица 2

Новые выпуски корпоративных еврооблигаций стран СНГ в августе 2010 г. (без учета реструктуризаций)

Страна	Эмиссия	Дата размещения	Дата погашения	Объем, млн	Валюта	Ставка купона	Букраннеры
Россия	ВТБ, 2013, CHF (LPN) — доразмещение	04.08.10	16.08.13	100	CHF	4.00%	ВТБ Капитал, BNP Paribas
Россия	Ренессанс Капитал, 2013 (LPN)	06.08.10	06.08.13	60	USD	zero	Ренессанс Капитал
Россия	MirLand Development, 2016, NIS	10.08.10	31.08.16	200	NIS	8.50%	Credit Suisse
Россия	Башнефть, 2017 (LPN)	11.08.10	31.08.17	250	USD	FRN	ВТБ Капитал
Россия	Башнефть, 2017, RUR (LPN)	11.08.10	31.08.17	15000	RUB	FRN	ВТБ Капитал
Россия	Банк Москвы, 2013, CHF	12.08.10	10.09.13	350	CHF	4.50%	BNP Paribas, UBS
ИТОГО				**1 291**	**USD**		

Источник: Cbonds

Венесуэла выпустила $3 млрд 12-летних еврооблигаций с купонной ставкой 12.75%. Бумаги были размещены по номиналу с трехкратной переподпиской. Большая часть средств от эмиссии предназначается для импортеров, которые нуждаются в валюте. Остальное будет распределено между финансовыми институтами и пенсионными фондами. Credit Suisse и Deutsche Bank выступили организаторами сделки.

СУБОРДИНИРОВАННЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

Банк «ВТБ Северо-Запад» сообщил в конце августа о своем решении не исполнять колл-опцион по выпуску субординированных облигаций на $400 млн с погашением в сентябре 2015 года. Дата колл-опциона была назначена на 1 октября 2010 года. Данное событие стало прецедентом на рынке субординированных еврооблигаций, так как до сих пор российские банки предпочитали использовать право досрочного погашения. Текущие низкие уровни базовых ставок создают российским банкам благоприятные условия для того, чтобы поступать так и в дальнейшем. Напомним, что в ноябре 2010 года Банку Москвы также предстоит принять решение в отношении колл-опциона по выпуску в размере $300 млн, а в декабре 2010 года Альфа-Банку — по выпуску на $225 млн с погашением в 2015 году.

РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

Завершил процесс реструктуризации своих долговых обязательств казахстанский БТА Банк. Долг на сумму $16.7 млрд был обменен на комбинацию денежных средств ($945 млн), старших еврооблигаций ($2.3 млрд), дисконтных долговых инструментов (OID) на сумму $429 млн, субординированных еврооблигаций ($733 млн), облигаций recovery с максимальным номинальным объемом выплат $5.2 млрд и 18.5% акций банка. После реструктуризации собственный капитал банка будет восстановлен до уровня, необходимого для соответствия всем коэффициентам достаточности собственного капитала, применяемым АФН и другими регулирующими органами.

ПЛАНИРУЕМЫЕ ЭМИССИИ

В сентябре 2010 года следует ожидать увеличения активности на международных долговых рынках суверенных заемщиков. Так, сразу девять стран объявили о своих планах выйти на рынки еврооблигаций, и уже четыре провели встречи с инвесторами.

Черногория на последней неделе авгу-

Таблица 3

Новые выпуски суверенных еврооблигаций Emerging Markets в августе 2010 г.

Страна	Эмиссия	Дата размещения	Дата погашения	Объем, млн	Валюта	Ставка купона	Рейтинги эмиссии (M/S&P/F)	Букраннеры
Беларусь	Беларусь, 2015 (доразмещение)	09.08.10	03.08.15	400	USD	8.75%	B1/B+/-	BNP Paribas, Deutsche Bank, RBS, Сбербанк России
Венесуэла	Венесуэла, 2022	16.08.10	23.08.22	3000	USD	12.75%	B2/BB-/B+	Credit Suisse, Deutsche Bank
ИТОГО				**3400**	**USD**			

Источник: Cbonds

ста силами Credit Suisse и Deutsche Bank провела в Европе road show своего дебютного выпуска. Литва с конца августа также проводит road show при участии Barclays Capital, HSBC и Royal Bank of Scotland. Дубай проводит road show в Азии. Организаторами встреч выступают HSBC and Mitsubishi UFJ.

Кроме того, по данным EuroWeek, Иордания планирует выпустить дебютные евробонды на $500 млн. По информации с рынка, в состав синдиката войдут JP Morgan, HSBC, Credit Suisse и Arab Bank. Румыния планирует разместить еврооблигации на 1 млрд евро со сроком обращения пять-семь лет в ноябре-декабре 2010 года. Организаторами выбраны Erste Group и Societe Generale. Также Ливан рассматривает возможность выхода на международный рынок еврооблигаций в четвертом квартале 2010 года.

Вполне возможно, что Украина тоже решит воспользоваться благоприятным моментом и разместить долгожданные еврооблигации. Беларусь не отказывается от своих планов разместить иностранные бонды на российском рынке. Не следует забывать и о России, которая осенью планировала выпустить второй транш еврооблигаций, но уже в рублях. Так что осенью рынку предстоит пожинать плоды суверенных выпусков.

В корпоративном сегменте стран СНГ украинский производитель яиц «Авангард» рассматривает возможность дебютного выпуска еврооблигаций на $200–250 млн в сентябре-октябре. Альфа-Банк тоже планирует разместить еврооблигации и уже выбрал организаторов для нового выпуска — Deutsche Bank и UBS. Кроме того, Газпромбанк рассматривает возможность увеличения объема размещенного в июле выпуска еврооблигаций с погашением в 2014 году на $500 млн.

В Латинской Америке Braskem вслед за Vale и Votorantim планирует выйти на европейский рынок еврооблигаций с выпуском, номинированным в евро. В Азии на очереди находятся сразу несколько компаний. По сообщению EuroWeek, китайский девелопер Rehne Commerical Holdings может разместить дебютный выпуск евробондов уже в начале сентября. Компания планировала разместить облигации в мае, но избыточное предложение со стороны китайских строительных компаний и ухудшившаяся обстановка на рынке вынудили ее отложить размещение. Ряд корейских заемщиков (Korea Electric Power Corporation, Korea Finance Corporation, Korea Development Bank, Woori Bank, Export-Import Bank of Korea) планируют выпуски евробондов в сентябре-октябре этого года. Филиппинская компания Vista Land & Lifescapes намеревается в начале сентября встретиться с инвесторами в Азии и Европе под руководством Morgan Stanley и UBS.

Очевидно, что в сентябре после окончания сезона отпусков количество выпусков еврооблигаций эмитентов Emerging Markets увеличится. Тем не менее, тревожная обстановка на мировых финансовых рынках не позволяет делать смелые прогнозы по поводу очередного бума.

Таблица 4

Новые выпуски еврооблигаций стран СНГ в рамках реструктуризации в августе 2010 г.

Страна	Эмиссия	Дата размещения	Дата погашения	Объем, млн	Валюта	Ставка купона
Казахстан	БТА Банк, 2018	25.08.10	01.07.18	2082	USD	10.75%
Казахстан	БТА Банк, 2018, KZT	25.08.10	01.07.18	32604	KZT	14.75%
Казахстан	БТА Банк, 2021-1	25.08.10	01.07.21	385	USD	3.70%
Казахстан	БТА Банк, 2021-2	25.08.10	01.07.21	437	EUR	3.14%
Казахстан	БТА Банк, 2025-1	25.08.10	01.07.25	497	USD	7.20%
Казахстан	БТА Банк, 2025-2	25.08.10	01.07.25	28	EUR	6.75%
Казахстан	БТА Банк, 2025, KZT	25.08.10	01.07.25	7396	KZT	11.20%
Казахстан	БТА Банк, 2030, KZT	25.08.10	01.07.30	28000	KZT	8.00%
Казахстан	БТА Банк, Recovery Notes	25.08.10	30.06.20	5200	USD	
ИТОГО				**9 216**	**USD**	

Источник: Cbonds

КОММЕНТАРИЙ

Антон ТАБАХ,
старший аналитик по рынку банковских и субфедеральных облигаций России и СНГ, Barclays Capital

Август (как и положено в жаркие и недефолтные годы) был довольно сонным месяцем. Если в первые две недели, несмотря на отпуска, жизнь на рынке еврооблигаций била ключом, то к концу месяца безыдейность привела к полному штилю. Самое яркое событие случилось в тишайшем и болотистом уголке рынка — в субординированных банковских еврооблигациях. Банк «ВТБ Северо-Запад», «дочка» ВТБ, объявил, что не воспользуется правом выкупа своих облигаций на $400 млн с датой исполнения 1 октября. С точки зрения закона все в порядке: облигации выпущены в 2005 году со сроком погашения в 2015 году и колл-опционом за пять лет до погашения. Банк не только не выкупит бумаги, но и с 1 октября снизит купон по ним с 6.2% примерно до 5.1% в год. Столь специфичная структура бумаг является следствием особенностей банковского регулирования. В международной практике субординированные облигации в определенной степени могут быть отнесены к капиталу второго уровня — но за пять лет до погашения подлежат амортизации и исключаются из капитала. Инвесторы надеялись на отработанную схему. Покупая субординированные бонды, они могли рассчитывать на то, что за пять лет до погашения банк исполнит колл-опцион. А дополнительным стимулом станет «штрафная» ставка, привязанная к доходности КО США. Однако рекордно низкие ставки по казначейским бумагам привели к тому, что банкам оказалось выгодно вполне законно «нарушить конвенцию». Собственно, только в России ВТБ-СЗ стал первым. В Европе прецеденты уже бывали. Например, Deutsche Bank разочаровал владельцев субординированных облигаций в страшном (для банкиров) декабре 2008 года, позволив бумагам перейти на резко упавшую, да еще и «плавающую» ставку. «Большой» ВТБ и Сбербанк погасили свои облигации в феврале 2010 года, но тогда и ставки по КО США не давали им возможности для существенного снижения купона. Решение ВТБ, естественно, вызвало ожидания, что банки, у которых настает время досрочного погашения, могут отказаться от выкупа своих бумаг, тем более что новые купоны у некоторых из них будут на 2% ниже старых и на 2–3% ниже рыночной доходности. Цены на субординированные бумаги резко упали, стабилизировавшись на более низких уровнях, отражающих неисполнение колл-опциона и повышенную премию за риск. Расслабившиеся инвесторы получили урок предусмотрительности: например, сопроводи они в свое время колл-опцион одновременной офертой (правда, не факт, что регуляторы позволили бы включать такие бумаги в капитал второго уровня), проблем бы не возникло. Другой вариант — можно было бы установить фиксированную нижнюю границу «штрафной» ставки. В будущем, скорее всего, такие защитные механизмы войдут в проспекты эмиссий, а пока «попавшим» гражданам осталось только клясть жадность эмитента, собственную непредусмотрительность и судьбу-злодейку. Можно считать, что 20 августа у инвесторов досрочно начался новый учебный год.