Сергей ФУРСА,
старший аналитик, ИК «Аструм»

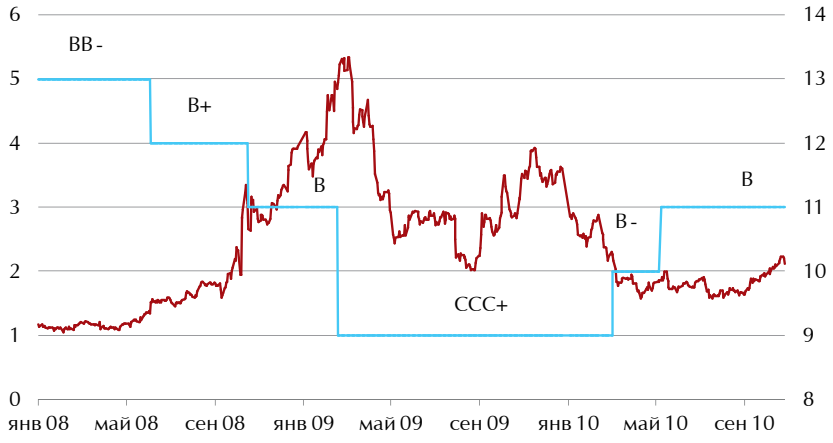
2010 год стал во многом определяющим и в некоторой степени судьбоносным для украинского сегмента еврооблигаций. Если бы существовала машина времени, то гостю, прибывшему из начала 2009 года, оптимизм осени-2010 показался бы недоразумением. Как и бурный рост начала этого года, когда иностранные инвесторы принялись лихорадочно скупать украинский долг, в то время как большинство украинских и российских игроков отмечали новогодние праздники.

Еврооблигации Украины: американские горки или русская рулетка?

Сам факт того, что Украина смогла завершить 2009 год без дефолта, показался бы для нашего гостя странным. Ведь в начале 2009 года рынок только об этом и говорил. Конечно, у страха глаза велики (к слову, украинские аналитики всегда скептически относились к апокалипсическим прогнозам). Но факт остается фактом: впервые слово «дефолт» по отношению к внешним обязательствам Украины прозвучало именно из уст украинских государственных мужей. И понеслось…

Такое внимание было в новинку для украинского рынка. Украинский сегмент еврооблигаций традиционно являлся достаточно узким, состав его участников можно было сравнить с элитарным клубом. К концу 2008 года похвастаться размещенными выпусками могли 11 банков, шесть корпоративных эмитентов (данное число можно было бы увеличить до десяти, если принимать во внимание нерыночные выпуски), а также Киевский городской совет. И конечно, сам суверенный заемщик. Эмитенты второго эшелона, за исключением нескольких банков, даже не пытались выходить на внешний рынок. Да и зачем? Одни могли позаимствовать необходимые средства на внутреннем рынке облигаций (разительный контраст с текущей ситуацией), другим с лихвой хватало украинских банков, которые в борьбе за долю рынка кредитовали все, что двигалось. В начале 2008 года доходность суверенных выпусков находилась в границах 6–8% годовых, что формировало спред индекса EMBI+Украина в районе 250 б.п. Даже политическое напряжение во время газовых противостояний с Россией или при роспуске Верховной рады не приводило к существенным колебаниям. В процессе газового конфликта взлетала доходность по еврооблигациям «Нафтогаза», мало затрагивая суверенную кривую. При этом зимой 2007 года взлет означал рост доходности с 10% до 16% (пройдет год — и такие колебания

Рисунок 1
Отношение EMBI+ Украина к EMBI+ Global и суверенный рейтинг Украины от S&P



Источник: Cbonds

Эмитент	Дата размещения	Объем	Андеррайтер	Купон	Доходность размещения	Погащение
Укрэксимбанк	4.15.2010	500	Citigroup, Credit Suisse	8.38%	8.50%	4.27.2015
ДТЭК	4.22.2010	500	ING, RBS	9.50%	9.75%	4.28.2015
МХП	4.22.2010	585	Morgan Stenley, UBS, ING	10.25%	9.87%	4.29.2015
Метинест	5.14.2010	500	VTB Capital, BNP Paribas, Credit Suisse, ING, RBS	10.25%	10.50%	5.20.2015
Украина	16.09.2010	1500	ВТБ Капитал, Morgan Stanley, JP Morgan	7,75%	7,75%	23.09.2020
Украина	16.09.2010	500	ВТБ Капитал, Morgan Stanley, JP Morgan	6,88%	6,88%	23.09.2015
Приватбанк	16.09.2010	200	HSBC, UBS	8%	9,38%	23.09.2015
Авангард	22.10.2010	200	JP Morgan, Тройка Диалог	10%	10,50%	29.10.2015
Финансирование инфраструктурыных проектов	03.11.2010	568	Morgan Stanley	8%	8,38%	03.11.2017

Таблица 1
Первичные размещения украинских еврооблигаций в 2010 году

в доходности компании в течение одного дня не будут никого удивлять). Спустя некоторое время доходность «Нафтогаза» благополучно вернулась к отметке 10%. Большинство корпоративных эмитентов торговались с доходностями 7–10%.

Паника, охватившая мировой рынок после падения Lehman Brothers, докатилась и до украинского сегмента. Бегство в качество ударило по всем развивающимся рынкам, что обусловило рост доходности еврооблигаций. Но если спред индекса EMBI+ Global вырос в два раза до 640 пунктов, то спред индекса EMBI+ Украина расширился аж в 2.5 раза до 2000 пунктов. Заявления политических лидеров о дефолте, растиражированные мировыми СМИ накануне новогодних праздников в 2008 году, увеличили спред индекса EMBI+ Украина до 2700 пунктов, а доходности по суверенным выпускам достигли 30–40% годовых. Дно было достигнуто накануне 8 марта 2009 года, когда МВФ отложил второй транш кредита, чем поверг инвесторов в ужас. Спред индекса EMBI+ Украина взлетел до 3500 пунктов, что превышало аналогичный показатель Эквадора, президент которого публичного объявил дефолт, заявив, что правительство призвано, в первую очередь, платить учителям и врачам, а не иностранным кредиторам. Доходность наиболее короткого выпуска украинских еврооблигаций, погашение которого было намечено на август, достигала 90% годовых. Большинство корпоративных бумаг также находились под давлением суверенного риска, что обусловило рост доходности до 40–100%. При этом кривая доходности как суверенных, так и корпоративных бумаг носила четко выраженный инверсионный характер. Все указывало на скорую развязку. Но она оказалась не такой, которую ожидали пессимисты. А для хладнокровных оптимистов украинский сегмент еврооблигаций стал золотой жилой, позволившей получить наивысший уровень доходности среди всех развивающихся рынков. Конечно, это касается тех инвесторов, которые вышли на украинский рынок в 2009 году, а не вложились в бумаги ранее.

> «КАЧЕСТВО НОВЫХ ЗАЕМЩИКОВ СУЩЕСТВЕННО СНИЖАЕТСЯ, И ЭТО КАСАЕТСЯ КАК ВЫШЕДШИХ НА РЫНОК КОМПАНИЙ, ТАК И ЗАЯВЛЕННЫХ ЭМИТЕНТОВ»

Ситуация на рынке украинского долга изменилась весной 2009 года вместе с наступлением оттепели на мировых рынках. Начало восстановления потянуло за собой рост аппетита к риску, возвращая инвесторов на Emerging Markets. К осени украинский рынок продемонстрировал впечатляющее трехэтапное ралли, которое привело к сужению спреда EMBI+ Украина практически в четыре раза. Основным драйвером роста в украинском сегменте стал фактор взаимоотношений с МВФ, который возобновил программу кредитования и выделил Украине два транша на протяжении весны-лета 2009 года. Интересно, что Международный валютный фонд нарушил устоявшуюся практику и выделял деньги напрямую правительству. Такое взаимодействие привело к тому, что правительство полностью и в срок погасило суверенный выпуск еврооблигаций на общую сумму $500 млн. Суверенного дефолта удалось избежать. Да и не только суверенного. Украинский рынок, в отличие, например, от казахстанского, продемонстрировал высокий уровень лояльности к инвесторам. Безусловно, прямых погашений было не так много: за последние два года только два украинских банка полностью погасили выпуски еврооблигаций, не прибегая к механизму реструктуризации. Данные банки входят в международные финансовые группы (к большому сожалению последних), для которых погашаемый объем долга был не так уж велик, зато наступление кросс-дефолта являлось крайне нежелательным, что и обусловило полное погашение еврооблигаций.

Первым процесс реструктуризации начал «XXI век». К нему в течение года присоединились «Альфа-Банк Украина», ПУМБ, «Финансы и Кредит», банк «Надра», «Нафтогаз» и «Интерпайп». Большинство эмитентов, судя по всему, намерено вернуться на рынок внешнего долга, это и объясняет

отношение к инвесторам. Есть, конечно, и некоторые исключения, но они в основном связаны с фактическим банкротством эмитентов. С одной стороны, мы можем только поаплодировать реструктуризации «Нафтогаза», которая подтвердила старое правило о том, что добрым словом и пистолетом можно сделать гораздо больше, чем просто добрым словом. Вдаваться в детали реструктуризации не имеет смысла: слишком уж публично она проводилась. Ключевой ее элемент — государственная гарантия. Внимание к реструктуризации «Нафтогаза» связано с тем, что хорошего результата удалось добиться при крайне негативных вводных (думается, лишний раз говорить о финансовом состоянии «Нафтогаза» и уровне его платежеспособности не стоит). В настоящий момент бумаги торгуются на уровне 107% от номинала с минимальным спредом к суверенной кривой и являются одними из наиболее ликвидных в украинском сегменте. С другой стороны, реструктуризация другого эмитента — банка «Надра» — по факту так и не завершена до сих пор, ибо правительство не приняло решение о рекапитализации данного финансового учреждения (весьма сомнительное с экономической точки зрения).

В 2010 году в украинском сегменте наступил настоящий ренессанс. И рост цен, о котором мы упомянули в самом начале, оказался лишь первой ласточкой. По-настоящему говорить о восстановлении рынка стало возможно уже в апреле, после того как в Украине отгремели баталии президентских выборов, а эмитенты стали массово выходить на первичный рынок. Спрос при размещении выпусков объемом по $500 млн превышал предложение в три-семь раз. Фактически на рынок успели выйти только четыре эмитента, а потом коррекция на ключевых мировых фондовых площадках прикрыла окно. Тем, кто не успел, пришлось ждать. Но и четыре новых выпуска (де-факто — три, так как «Мироновский Хлебопродукт» увеличил объем эмиссии, продлив срок до погашения уже обращающихся на рынке облигаций) за такой короткий период — это рекорд для Украины. Конечно, его можно легко объяснить отложенным спросом, поскольку возможности для выхода на первичный рынок не было два года, но события осени продемонстрировали, что апрельский всплеск был неслучайным и не носил локального характера. Летом правительство решило посмотреть, приоткрылось ли окошко. Но уровень доходности, который в тот момент предлагал рынок, напугал украинский Минфин (а вот белорусское правительство в то же время оказалось не из пугливых), и о первичном рынке забыли до осени. В сентябре Украина разместила еврооблигации на общую сумму $2 млрд, установив несколько рекордов. Во-первых, объем одного из выпусков составил $1.5 млрд — абсолютный рекорд для сегмента. Во-вторых, срок обращения новых бумаг составляет десять лет, что позволило на три года удлинить кривую доходности суверенных еврооблигаций. На этом фоне размещение пятилетних евробондов ПриватБанка прошло практически незамеченным, а продажа специальных еврооблигаций для финансирования инфраструктурных проектов в рамках Евро-2012 и вовсе задумывалась как непубличная. В завершении напомнила о себе поговорка: «Цыплят по осени считают». Правда, инвесторы пересчитали не цыплят, а яйца, купив на первичном рынке еврооблигации яичного холдинга «Авангард», чей выход на рынок стал первым из череды заявленных выпусков агрокомпаний.

> ВЕСНОЙ СПРОС ПРИ РАЗМЕЩЕНИИ ВЫПУСКОВ ОБЪЕМОМ ПО $500 МЛН ПРЕВЫШАЛ ПРЕДЛОЖЕНИЕ В ТРИ-СЕМЬ РАЗ

Украинский сегмент остается наиболее привлекательным как среди стран региона (за исключением Белоруссии), так и на развивающихся рынках в целом. Спред индекса EMBI+ Украина в два раза превышает EMBI+ Global (если помните, в начале 2008 года они были фактически равны). При этом обращает на себя внимание динамика индексов. С сентября 2010 года вплоть до середины ноября под влиянием очередного ралли на американских рынках и роста аппетита к риску спред индекса EMBI+ Global демонстрировал устойчивое снижение (на 61 пункт, или 20%), в то время как украинский фактически оставался без изменений. И если в сентябре поведение было объяснимо давлением рекордного первичного предложения, то отыскать разумные объяснения октябрьской динамике было трудно.

Все вышеизложенное демонстрирует, что текущий уровень ставок хоть и кажется крайне низким в абсолютных выражениях (что особенно кружит голову финансовым директорам и акционерам), но все еще не достиг возможных ценовых максимумов, оставаясь привлекательным для покупок как на первичном, так и на вторичном рынке.

Еще одно важное отличие нынешнего рынка от того, каким он был в 2008 году — расширение круга потенциальных заемщиков, что можно считать уже вполне устойчивой тенденцией. Эмитенты, которые и подумать не могли о выпуске евробондов в 2006–2008 годах, чье кредитное качество вряд ли улучшилось за этот период, один за другим заявляют о выходе на первичный рынок еврооблигаций. И проводят размещения.

С одной стороны, доступ на рынок широкого круга заемщиков является позитивным фактором. Это должно прибавить сегменту ликвидности в среднесрочной перспективе. При этом одним из наиболее активных заемщиков должно остаться правительство. Дефицит бюджета по-прежнему актуален, поэтому в 2011 году украинский Минфин порадует инвесторов парой крупных выпусков. А в 2012–2013 годах наступит время погашения задолженности перед МВФ, и еврооблигации станут одним из источников рефинансирования кредитов.

С другой стороны, расширенный рынок еврооблигаций Украины вряд ли смог бы выдержать испытание на прочность, как и в 2008–2009 годах. Качество новых заемщиков существенно снижается, и это касается как вышедших на рынок компаний, так и заявленных эмитентов.

До конца года никаких исключительных событий на рынке еврооблигаций Украины ждать не приходится. Предстоит погасить выпуск суверенных еврооблигаций в японских иенах, который рискует стать, учитывая динамику на валютном рынке, самым дорогим в истории Украины. Но объем его невелик, значит проблем с погашением возникнуть не должно. А потом мы снова уйдем кататься на лыжах и праздновать Новый год, чтобы, вернувшись, запустить новый цикл взлетов и падений — может быть, не таких крутых и драматичных, но, безусловно, интересных.