После насыщенной негативом первой недели октября реанимация рынка происходила неуверенно: пока не вернулись стандартные долларовые выпуски (plain vanilla), инвесторам приходилось пережидать трудное время в краткосрочных еврокоммерческих бумагах российских эмитентов («Газпром», банк «Русский Стандарт») и выпусках в швейцарских франках высококачественных заемщиков (квазисуверенный Экспортно-импортный банк Кореи, российский ВТБ, латиноамериканский международный банк развития Corporacion Andina de Fomento). На традиционном долларовом рынке смогли занять только корпоративные эмитенты инвестиционного уровня, разместившие в общей сложности $12 млрд. В суверенном сегменте появилось новое имя: Намибия дополнила список эмитентов из Африки.

Операция «Реанимация»

Алина КАРЛИЦКАЯ

На фоне тотальной неопределенности в начале октября на рынках долгового капитала продолжалось гробовое молчание. В центре внимания находились переговоры Греции с тройкой кредиторов (Еврокомиссией, ЕЦБ и МВФ), ожидаемое, но не состоявшееся понижение ключевой ставки ЕЦБ с 1.5%, выступление главы ФРС Бернанке в Конгрессе и его комментарии относительно операции «Твист», понижение кредитных рейтингов Италии, Испании и Португалии. Однако после в меру позитивного отчета Министерства труда США за сентябрь (число рабочих мест выросло на 103 000) появились первые признаки того, что интерес инвесторов к риску возвращается.

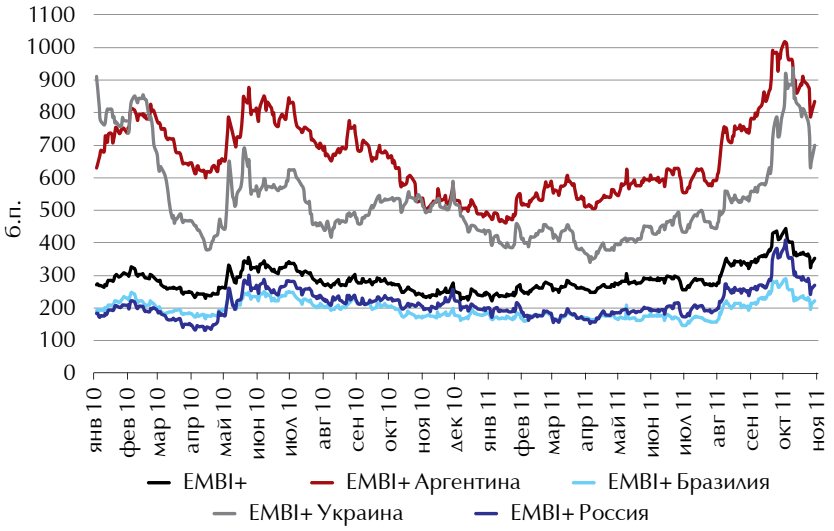
Спред индекса EMBI+, отражающий относительный риск еврооблигаций emerging markets по сравнению с американскими Treasuries, сузился с двухлетних максимумов в районе 440 б.п. на начало октября до 352 б.п. в конце месяца.

РОССИЯ: НЕ «ВАНИЛЬНЫЕ» УСПЕХИ

Одним из первых на рынке еврооблигаций напомнил о себе «Газпром». С 3 по 5 октября он провел road show еврооблигаций с предполагаемым объемом до $1 млрд в рамках программы европейских коммерческих бумаг (ECP). Ориентир доходности бескупонного шестимесячного выпуска был заявлен на уровне 4.5% годовых. Организатором выступил UBS. Книгу заявок предполагалось закрыть на следующий день, однако вместо этого эмитент принял решение «в условиях текущей рыночной ситуации продолжать мониторинг рынка с возможностью выпуска еврооблигаций до конца текущего года». Но через неделю, 13 октября,

Рисунок 1

Спреды EMBI+ по странам emerging markets



Источник: JP Morgan

Ольга СТЕРИНА, аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

После восстановления рынка, наблюдавшегося в последние две-три недели октября, кредитные спреды остаются значительно более широкими, чем до больших продаж августа-сентября. Российские бумаги торгуются с существенной премией не только к своим уровням трехмесячной давности, но и к аналогичным бумагам других развивающихся рынков, таких как Бразилия или Мексика.

У базы долларовых ставок (кривая Treasuries) возможности движения вверх крайне ограничены. Короткий конец кривой зафиксировался на нулевом уровне ввиду обещания ФРС не поднимать ставку до 2013 года. Потенциал подъема длинного конца кривой будет ограниченным из-за операции «Твист», которая продлится до середины 2012 года.

Расширение спредов на российском рынке было обусловлено только ростом глобальной премии за риск, а не ухудшением ситуации в стране.

размещение все-таки состоялось, хотя и с разочаровавшим рынок объемом — $200 млн. Терпение заемщика было вознаграждено, доходность составила уже 3.5% годовых. Еще через неделю благодаря улучшению конъюнктуры рынка «Газпром» вновь открыл книгу заявок и доразместил еще $300 млн на тех же условиях.

Следующим российским эмитентом, вышедшим на международный рынок, стал банк ВТБ, открывший 20 октября книгу заявок на четырехлетние LPN с купоном 5% годовых, номинированные в швейцарских франках (третий выпуск ВТБ во франках, размещенный в рамках второй программы выпуска валютных среднесрочных нот). Организаторами выступили «ВТБ Капитал», BNP Paribas и Credit Suisse. Ориентир спреда доходности составил 445 б.п. к среднерыночным свопам. Благодаря высокому спросу со стороны инвесторов ВТБ смог увеличить изначально заявленный объем выпуска более чем в два раза до 225 млн швейцарских франков, разместив ноты по номиналу с доходностью 445.7 б.п. к мид-свопам. Но и этим госбанк не ограничился: через неделю на фоне улучшения конъюнктуры мировых рынков (после решения саммита ЕС по поводу реструктуризации 50% госдолга Греции) банк доразместил бумаги на 75 млн швейцарских франков на тех же условиях, увеличив объем выпуска до 300 млн франков.

Другой российский заемщик из банковского сектора, имеющий рейтинг ниже инвестиционного уровня, также сумел закрыть книгу заявок на бескупонные еврокоммерческие бумаги. Банк «Русский Стандарт» разместил взамен погашенных в октябре ECP новый выпуск на $150 млн с доходностью 8.5%, ниже первоначального ориентира 8.75–9% годовых, который в ходе маркетинга был пересмотрен до уровня 8.5–8.75%. Выпуск организовали UBS и «ВТБ Капитал».

Goldman Sachs, UBS и «ВТБ Капитал» провели 20 октября встречи с инвесторами в Швейцарии по поводу возможного размещения долларовых гарантированных ECP компании «Алроса» в рамках программы общим объемом $1.3 млрд. Планируемый размер эмиссии составит $400 млн. Привлекаемые средства планируется использовать для обратного выкупа газовых активов у ВТБ.

«ТЕМА МЕЖДУНАРОДНЫХ ИСЛАМСКИХ ОБЛИГАЦИЙ МОЖЕТ СТАТЬ ДОМИНИРУЮЩЕЙ В СЛЕДУЮЩЕМ ГОДУ: О ПЛАНАХ ПО РАЗМЕЩЕНИЮ ДОЛЛАРОВЫХ НОТ «СУКУК» ГОТОВЫ ВСПОМНИТЬ КАЗАХСТАН, ТАТАРСТАН И ФИЛИППИНЫ»

EMERGING MARKETS

После Дня благодарения первой на рынках о себе напомнила Венесуэла, объявившая 11 октября о начале аукциона по размещению 15-летних еврооблигаций на $3 млрд. Однако данный выпуск нельзя в полной мере назвать рыночным — бумаги размещались среди локальных инвесторов за местную валюту (боливар) по фиксированному курсу 4.3 боливаров за $1.

Первым «настоящим» евробондом в октябре можно считать доразмещение 30-летних бумаг мексиканской госнефтекомпании Pemex на $1.25 млрд, спрос на которые составил $6 млрд в течение буквально одного часа. Однако и этот индикативный выпуск не смог спровоцировать положительную цепную реакцию на рынке ванильных евробондов. Более узко таргетированные корпоративные выпуски в японских иенах, евро и швейцарских франках, как и практически локальные облигации в азиатских валютах (сингапурский доллар, китайский юань), оставались альтернативным источником фондирования. Мексиканский оператор мобильной связи America Movil разместил целый пакет еврооблигаций, диверсифицированный по валютам — в японских иенах, евро и швейцарских франках общим объемом $2.35 млрд.

В 20-х числах произошла окончательная разморозка долларового рынка

Таблица 1

Новые выпуски еврооблигаций, Россия

Эмиссия	Дата размещения	Дата погашения	Объем, млн	Валюта	Ставка купона	Рейтинги (M/S&P/F)	Букраннеры
«Газпром», 2012 (zero, ECP)	13.10.2011	23.04.2012	200	USD	0%	Baa1/BBB/BBB	UBS
«Газпром», 2012 (zero, ECP)*	19.10.2011	23.04.2012	300	USD	0%	Baa1/BBB/BBB	UBS
ВТБ, 2015, CHF (LPN)	21.10.2011	17.11.2015	225	CHF	5.00%	Baa1/BBB/BBB	BNP Paribas, Credit Suisse, «ВТБ Капитал»
Банк «Русский Стандарт», 2012 (zero, ECP)	27.10.2011	03.05.2012	150	USD	0%	Ba3/B+/B+	UBS, «ВТБ Капитал»
ВТБ, 2015, CHF (LPN)*	27.10.2011	17.11.2015	75	CHF	5.00%	Baa1/BBB/BBB	BNP Paribas, Credit Suisse, «ВТБ Капитал»
ИТОГО ПО НОВЫМ ВЫПУСКАМ ЕВРООБЛИГАЦИЙ (РОССИЯ)			**991.80**	**USD**			

Источник: Cbonds

Эмиссия	Страна	Дата размещения	Дата погашения	Объем, млн	Валюта	Ставка купона	Рейтинги (M/S&P/F)	Букраннеры
KEXIM, 2015, CHF*	Корея	12.10.2011	30.03.2015	125	CHF	2.375%	A1/A/A+	BNP Paribas, RBS
Pemex, 2041*	Мексика	12.10.2011	02.06.2041	1 250	USD	6.500%	Baa1/BBB/BBB	BNP Paribas, Deutsche Bank
Corporacion Andina de Fomento, 2017, CHF	Венесуэла	13.10.2011	03.02.2017	125	CHF	2.750%	A1/A+/A+	Credit Suisse, Deutsche Bank
Polskie Koleje Panstwowe, 2016, EUR	Польша	13.10.2011	20.10.2016	180	EUR	5.750%	–/–/BBB	Goldman Sachs, Raiffeisen Bank International
China Merchants Bank, 2014	Китай	14.10.2011	21.10.2014	250	USD	3.750%	–/BBB/BBB	ANZ, Standard Chartered
America Movil, 2014, JPY	Мексика	20.10.2011	27.10.2014	6900	JPY	1.230%	A2/A/A	Mitsubishi UFJ-Morgan Stanley, Mizuho
America Movil, 2016, JPY	Мексика	20.10.2011	27.10.2016	5100	JPY	1.530%	A2/A/A	Mitsubishi UFJ-Morgan Stanley, Mizuho
Eletrobras, 2021	Бразилия	20.10.2011	27.10.2021	1750	USD	5.750%	Baa2/BBB/BBB	Credit Suisse, Santander
Korea National Oil Corporation, 2016	Корея	20.10.2011	27.10.2016	1000	USD	4.000%	A1/A/–	Barclays Capital, Bank of America Merrill Lynch, HSBC, KDB, RBS
Kuveyt Turk Participation Bank, 2016	Турция	20.10.2011	30.10.2016	350	USD	5.875%	–/–/BBB-	HSBC, Standard Chartered and Kuwait's Liquidity Management House
America Movil, 2019, EUR	Мексика	24.10.2011	25.10.2019	1000	EUR	4.125%	A2/A/A	Deutsche Bank, HSBC
America Movil, 2026, GBP	Мексика	24.10.2011	27.10.2026	500	GBP	5.000%	A2/A/A	Deutsche Bank, HSBC
Sun Hung Kai Properties, 2016	Гонконг	24.10.2011	02.11.2016	500	USD	3.500%	–/A+/A	Standard Chartered Bank
Bank of East Asia, 2022	Гонконг	27.10.2011	04.05.2022	500	USD	6.375%	A2/A-/–	Citigroup, Deutsche Bank, UBS
Codelco, 2021	Чили	27.10.2011	03.11.2021	1150	USD	3.875%	A1/A/A+	HSBC, Mitsubishi UFJ
IPIC, 2017	Абу-Даби	27.10.2011	01.03.2017	1500	USD	3.750%	Aa3/AA/AA	Barclays Capital, Goldman Sachs, JP Morgan, Mitsubishi UFJ Securities, Natixis, Societe Generale
IPIC, 2022	Абу-Даби	27.10.2011	01.03.2022	1500	USD	5.500%	Aa3/AA/AA	Barclays Capital, Goldman Sachs, JP Morgan, Mitsubishi UFJ Securities, Natixis, Societe Generale
IPIC, 2041	Абу-Даби	27.10.2011	01.11.2041	750	USD	6.875%	Aa3/AA/AA	Barclays Capital, Goldman Sachs, JP Morgan, Mitsubishi UFJ Securities, Natixis, Societe Generale
KDB, 2017	Корея	27.10.2011	04.04.2017	1000	USD	3.875%	A1/A/A+	Bank of America Merrill Lynch, Credit Suisse, Daiwa Securities, Goldman Sachs, KDB Securities, Mizuho
Turk Eximbank, 2016	Турция	28.10.2011	04.11.2016	500	USD	5.375%	Ba1/–/–	Barclays Capital, Citigroup, Commerzbank, ING Bank
ИТОГО ПО НОВЫМ ВЫПУСКАМ КОРП. ЕВРООБЛИГАЦИЙ В ОСНОВНЫХ ВАЛЮТАХ, EM (БЕЗ СНГ)				**14 878**	**USD**			

Источник: Cbonds

Таблица 2

Новые корпоративные выпуски еврооблигаций в основных валютах, emerging markets

для корпоратов: заметным событием стало появление на нем вслед за суверенным заемщиком турецких банков Kuveyt Turk и Turk Eximbank. Более того, Kuveyt Turk стал первым из турецких эмитентов, разместившим исламские облигации («сукук»). Вслед за ним о своих планах по выходу на рынок «сукук» объявили банки Albaraka Turk, Bank Asya. Создается впечатление, что тема международных исламских облигаций станет доминирующей в следующем году, так как о планах по размещению долларовых нот «сукук» могут вспомнить Казахстан, Татарстан и Филиппины. Индонезия и Бахрейн планируют размещения уже в ноябре.

Из суверенов найти окно до 20 октября в условиях высокой волатильности рынка смогла только Турция. Книга заявок на еврооблигаций сроком обращения 10.5 лет и индикативным объемом $1 млрд составила $3 млрд. Бумаги были размещены с доходностью 310 б.п. к Treasuries.

Намибия и Польша появились на рынке только после внесения саммитом ЕС определенности в ситуацию с Грецией. Намибия, долго готовившая свой дебютный выпуск евробондов, наконец-то присоединилась к списку африканских дебютантов 2011 года, таких как Нигерия и Сенегал. Ориентиром для нового выпуска послужили еврооблигации Габона и Нигерии, сообщает Euroweek со ссылкой на организаторов выпуска Barclays Capital и Standard Bank. Десятилетний выпуск на $500 млн был размещен с доходностью 5.75% годовых.

Польша, как и Турция, предложила инвесторам евробонды на 10.5 лет. Выпуск объемом $2 млрд будет использован для фондирования бюджета на 2012 год. В текущем году Польша уже размещала десятилетние долларовые евробонды совокупным объемом $2 млрд и «самураи» на 53 млрд японских иен. На фоне ралли еврооблигации были размещены с доходностью 5.176%, или 280 б.п. к Treasuries, ниже заявленного ориентира в 290–300 б.п. Книга заявок составила $8 млрд.

Таблица 3

Новые суверенные выпуски еврооблигаций emerging markets

Эмиссия	Дата размещения	Дата погашения	Объем, млн	Валюта	Ставка купона	Рейтинги (M/S&P/F)	Букраннеры
Венесуэла, 2026	11.10.2011	21.10.2026	3000	USD	11.750%	B2/B+/B+	Coordinators: Credit Suisse, Evrofinance Mosnarbank
Турция, 2022	18.10.2011	25.03.2022	1000	USD	5.125%	Ba2/BB/BB+	Bank of America Merrill Lynch, HSBC
Намибия, 2021	27.10.2011	03.11.2021	500	USD	5.500%	Baa3/–/BBB–	Barclays Capital, Standard Bank
Польша, 2022	27.10.2011	23.03.2022	2000	USD	5.000%	A2/A–/A–	Citigroup, Deutsche Bank, HSBC
ИТОГО ПО НОВЫМ ВЫПУСКАМ СУВЕРЕННЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ, EM			**6 500.00**	**USD**			

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

КОММЕНТАРИЙ

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ В ЕВРООБЛИГАЦИЯХ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА

Статистика последних месяцев показывает, что экономика России и ее банковский сектор продолжают расти устойчивыми темпами, несмотря на внешние проблемы, причем на микроуровне отчетность банков за первое полугодие нынешнего года также не вызывала существенных опасений. Однако сбрасывать со счетов существующий в развитых экономиках риск рецессии нельзя. Поэтому в настоящий момент , на наш взгляд, инвесторы должны держать в основном ликвидные и высококачественные бумаги, предпочитая при этом рыночный риск (дюрацию) кредитному риску.

Бумаги, на которые мы рекомендуем обратить внимание в первую очередь:

• **ВТБ (BBB/Baa1/BBB) — хорошая премия за невысокий риск.** Отношение инвесторов к риску ВТБ после покупки последним проблемного Банка Москвы несколько ухудшилось. Однако в настоящий момент все факторы неопределенности устранены, и меры по спасению Банка Москвы, стоившие сторонам в совокупности 395 млрд руб., претворены в жизнь. В настоящее время доля ВТБ в Банке Москвы составляет 80.57%, что дало госбанку право консолидировать финансовые показатели БМ на своем балансе. Благодаря помощи государства негативное влияние консолидации Банка Москвы на финансовые показатели ВТБ будет ограниченным Среди выпусков банка наиболее привлекательно выглядят **VTB, 18/13 (YTP 4.7%)** и **VTB NW, 15s (YTM 6.9%).** Первый торгуется с премией порядка 75 б.п. и 120 б.п. к выпускам РСХБ и Сбербанка соответствующей дюрации. И если премия к Сбербанку вполне оправданна, то спред к РСХБ мы считаем слишком широким, учитывая снижающееся качество активов последнего, тогда как недавние события показали, что государство в случае необходимости готово поддержать ВТБ ничуть не меньше, чем РСХБ. В случае VTB NW, 15s текущий спред выпуска к VTB, 15 хоть и сузился за последние дни примерно на 25 б.п., но пока остается в среднем на 50 б.п. шире, чем до начала августа.

• **Банк Москвы (Ba2/BBB-) — привлекательная премия к бондам материнского банка.** Как уже было отмечено выше, Банк Москвы теперь юридически входит в состав ВТБ, хотя и отдельно от него после полученной помощи вполне устойчив и по итогам 2011 года, согласно прогнозам, получит прибыль в размере 3 млрд руб. Тем не менее еврооблигации Банка Москвы продолжают торговаться со значительной премией к бондам ВТБ. Так, спред выпуска **BKMOSC, 13 (YTM 5.6%)** к VTB, 18/13, который мы и так считаем недооцененным, составляет 110 б.п. Кроме того, субординированный **BKMOSC, 15 (YTM 8%)** торгуется на 160 б.п. шире, чем старший выпуск банка. Для сравнения, у ВТБ разница в доходностях между субординированным и старшим выпусками составляет порядка 100 б.п.

• **Альфа-Банк (BB-/Ba1/BB+) — хорошая альтернатива квазисуверенному риску.** Альфа-Банк занимает пятое место по размеру активов среди российских банков и является крупнейшим частным банком страны. Уровень просрочки в последние два года неуклонно снижается (до текущих 4.7%) на фоне непрерывного роста активов, а достаточность капитала и ликвидность баланса банка вполне приемлемы. М рекомендуем к покупке все без исключения выпуски, торгующиеся с существенной премией к бондам ВТБ. Среди них мы отдельно отмечаем **ALFARU, 15 (YTM 7.4%) и ALFARU, 17 (YTM 8.7%)**, премия которых к бондам ВТБ соответствующей дюрации составляет 180–200 б.п.

• **Промсвязьбанк (Ba2/BB-).** Из евробондов ПСБ наиболее привлекательно выглядят субординированные выпуски **PROMBK, 15** и **PROMBK,18,** а также старший выпуск **PROMBK, 14.** В частности, субординированный выпуск PROMBK, 15 (YTM 10.1%) торгуется с положительным спредом в размере 140 б.п. к также субординированному Nomos, 15 (YTM 8.7%). Справедливое значение спреда мы оцениваем в 50–70 б.п. ввиду высокого кредитного качества ПСБ. Среди старших выпусков PROMBK, 14 (YTM 8.3%) тоже предлагает положительный спред к схожему по рейтингам HCFB, 14 (YTM 6.9%). Выпуск PROMBK, 18 (YTC 8.59% к дате опциона в январе 2013 года) может представлять интерес с учетом вероятности исполнения колл-опциона, которая, на наш взгляд, достаточно высока, так как выпуск котируется выше номинала. В то же время, если структура фондирования и позиции по ликвидности ухудшатся при неблагоприятной ситуации в экономике и высокой волатильности на рынках, опцион может быть не исполнен. При негативном развитии событий доходность длинного субординированного выпуска PROMBK'18 к погашению в январе 2018 года составит 11.4%, что представляется менее привлекательным.

• **Банк «Русский Стандарт» (B+/Ba3/B+).** Интересной спекулятивной идеей является субординированный выпуск **RUSB, 15 (YTM 12%),** в настоящее время предлагающий премию в размере 325 б.п. к кривой выпуска НОМОС-БАНКА (Ba3/BB). В силу экономических соображений мы оцениваем вероятность исполнения колл-опциона по выпуску RUSB, 16 в декабре текущего года как весьма низкую. По итогам первого полугодия 2011 года «Русский стандарт» добился высоких темпов восстановления (рост кредитного портфеля, высокая ЧПМ, снижение зависимости от оптового фондирования, сохранение существенной ликвидности). Потенциальным риском для эмитента является возможность снижения покупательной способности потребителей при повторении кризиса. Это делает вложения в долгосрочные бумаги эмитента высокорисковыми. С другой стороны, мы ожидаем, что в ближайшее время эмитент вновь выйдет на внешний рынок долгового финансирования с новыми короткими бумагами, предложив инвесторам более привлекательную доходность при меньшей дюрации.

• **Кредит Европа Банк (Ba3/BB-).** Выпуск **FCFIN, 13 (YTP 9.6%** к дате опциона в мае 2012 года) не отличается особой ликвидностью и менее привлекателен с точки зрения спекулятивной игры в сравнении с выпусками банков-аналогов схожей дюрации. Бумага привлекательна в качестве объекта инвестиции для удержания до погашения, в особенности в сравнении с короткими бумагами банков с аналогичными рейтингами — PROMBK, 12 (YTM 6.7%) и Nomos, 12 (YTM 4.8%).

Помимо перечисленных, на рынке присутствуют два эмитента более низкого кредитного качества, однако они предлагают такую высокую доходность, что мы не можем не упомянуть о них. Оба банка занимаются потребительским кредитованием, а это значит, что в случае проблем с ликвидностью они смогут оперативно прибегнуть к сокращению кредитного портфеля для получения необходимой наличности.

• **«Ренессанс Кредит» (B/B3/B).** На фоне отчетности по итогам первого полугодия 2011 года, которую даже при некоторых негативных аспектах (снижение ЧПМ, уменьшение доли ликвидных активов) никак не назовешь слабой, единственный выпуск эмитента выглядит привлекательным при текущем уровне доходности. Выпуск **RCCF, 13** котируется по 93–94% от номинала с доходностью к погашению в апреле 2013 года на уровне 17–18%, однако бумага не отличается высокой ликвидностью.

• **ТКС Банк (B2/B).** Банк активно увеличивает свой кредитный портфель (за первое полугодие 2011 года на 74% по сравнению с началом года, до $593 млн). Доля просроченной задолженности на конец июня 2011 года составляла всего 2.1% и полностью покрывалась резервами. Высокая доходность по кредитным картам обеспечивает неплохую прибыльность: чистая процентная маржа до резервов в первом полугодии 2011 года составила 39%, а после резервов — 33%, рентабельность активов равнялась примерно 7%. Мы полагаем, что риски банка в отношении обслуживания долга довольно низкие. В силу достаточно короткой длительности кредитов по картам банк может в случае необходимости заморозить выдачу новых кредитов и в достаточно короткое время накопить необходимую сумму из погашаемых кредитов. На фоне распродаж последних месяцев выпуск **TCSBank, 14** оказался перепроданным сильнее рынка, доходность бумаги поднялась до рекордного уровня — около 18.4%, а его спред к Promsvyazbank, 14 вырос за два месяца с 450 б.п. до более чем 900 б.п.