Евгений ПУНДРОВСКИЙ,
менеджер проекта Cbonds EM

2012 ГОД СОЗДАЛ ПРЕКРАСНЫЕ УСЛОВИЯ ДЛЯ АЗИАТСКОГО РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ. ОБЪЕМ РАЗМЕЩЕНИЯ ЭТИХ ИНСТРУМЕНТОВ ПОБИЛ ИСТОРИЧЕСКИЙ РЕКОРД (ОБЪЕМ ЭМИССИЙ УВЕЛИЧИЛСЯ НА 27% ПО СРАВНЕНИЮ С ПРЕДЫДУЩИМ ГОДОМ), А КОМПАНИИ-ЭМИТЕНТЫ РАЗМЕЩАЛИСЬ ПОД РЕКОРДНО НИЗКИЕ СТАВКИ.

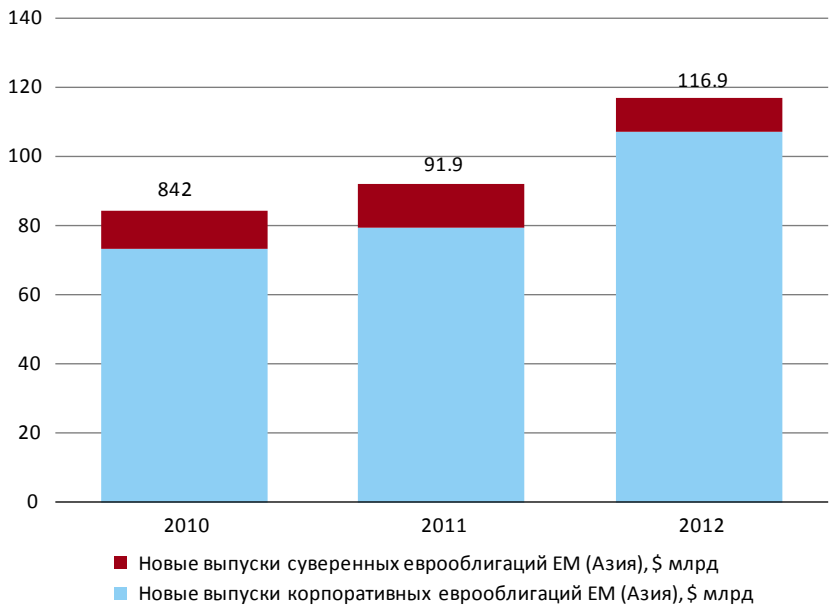
Азиатское чудо

В трудные времена для рискованных активов инструменты с фиксированным доходом стали не просто интересной альтернативой, но превратились в основной инструмент — как для иностранных инвесторов, так и для эмитентов. Отчасти бурный рост азиатского сегмента евробондов — это демонстрация увеличивающейся уверенности в Азии, которую международные инвесторы сегодня рассматривают как место для защитных инвестиций, а так было далеко не всегда. Однако очевидно, что такой поразительный год для азиатского рынка евробондов стал результатом чрезвычайно низких процентных ставок в основных мировых валютах. Низкие процентные ставки в США подтолкнули долларовых инвесторов дальше в поисках доходности, что позволило азиатским компаниям привлечь финансирование по привлекательной цене. В то же время собственные проблемы в Европе заставили многих инвесторов и даже центральные банки искать безопасные альтернативы. Азиатские финансисты в полной мере воспользовались этим преимуществом, отправив продажи еврооблигаций развивающихся рынков Азии на исторический максимум в $116.9 млрд.

Подавляющее большинство размещавшихся в 2012 году эмитентов Азии имели высокий инвестиционный рейтинг или находились в суверенном секторе, где гарантии возврата вложений, а не аппетит к риску определяют инвестиции. Только в последнее время компании с более низким рейтингом получили такой же доступ к капиталу. Цена фондирования по-прежнему высока, а инвесторы по-прежнему крайне избирательны.

С другой стороны, средневзвешенная цена заимствований для азиатских компаний в 2012 году значительно снизилась (см. рисунок 2). Всего пять лет назад идея размещения таких низкодоходных еврооблигаций в Азии показалась бы смешной. Еще в 2006–2007 годах мировая экономика росла быстрыми темпами, и инвесторы в Азии были сосредоточены исключительно на рынке акций. Несколько состоятельных частных лиц, которые инвестировали в бумаги с фиксирован-

Рисунок 1
Объем выпущенных еврооблигай (Азия), $ млрд



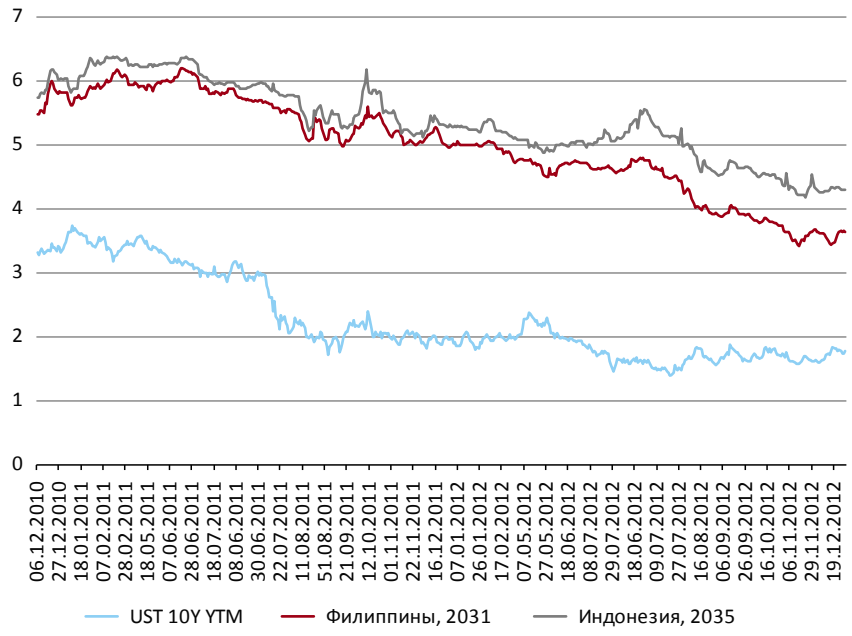


Рисунок 2

Доходность к погашению UST и азиатских государственных еврооблигаций , %

ным доходом, были заинтересованы только в двузначных купонах.

Размещения 2012 года показали значительный сдвиг активов в сторону инструментов с фиксированным доходом. Для эмитентов в Восточной Азии IPO в последнее время также представляется крайне непростой задачей из-за неопределенных перспектив китайского экономического роста. Поэтому еврооблигации выступают взаимовыгодным решением как для иностранных инвесторов, так и для эмитентов.

В прошлом году среди стран Азиатского региона Китай занял первое место по объему размещений еврооблигаций, опередив Южную Корею всего на 1% (см. рисунок 3). Экономика Поднебесной уже не является безоговорочно доминирующей в регионе. Гонконг также не сильно отстал от лидеров с 16% в общем объеме азиатских евробондов, а Индия, Индонезия и Сингапур заняли почти по 10% каждая.

Спред по индексу EMBI+ (рисунок 4) показал отрицательную динамику в 2012 году, снизившись до минимальных значений к концу года после локального максимума в мае 2012 года. Значение азиатского индекса ниже общего EMBI+ развивающихся рынков, что свидетельствует о сильном спросе на суверенные облигации стран Азии и снижающемся уровне их доходности.

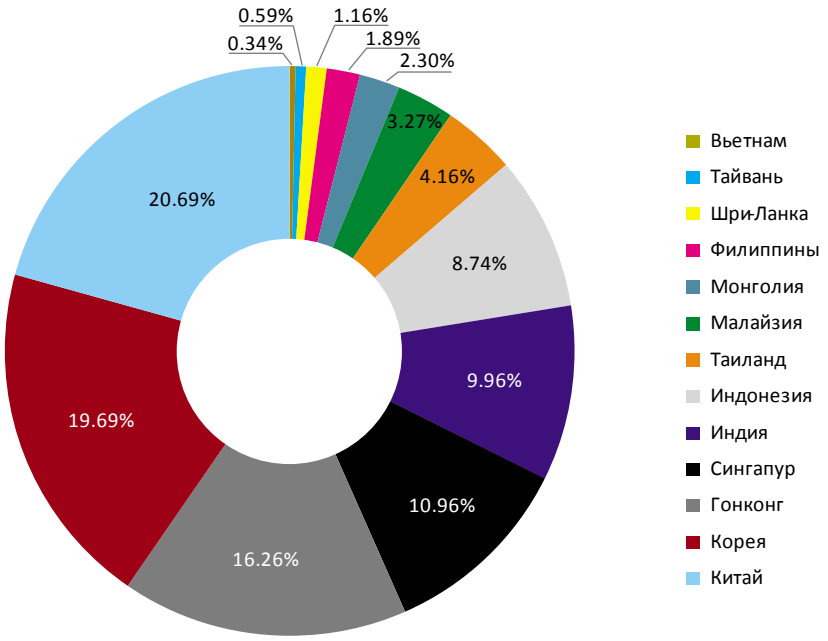
Индонезия в 2012 году стала новым центром внимания международных инвесторов, после того как Fitch и Moody's повысили ее суверенный рейтинг. Хотя местные эмитенты и инвесторы продолжают доминировать, иностранные покупатели постепенно прибывают, увеличивая свои вложения не только в государственные, но и в корпоративные бумаги. Пока объем выпусков евробондов корпораций незначительный по сравнению с зарубежным пакетом правительственных облигаций, но он неуклонно растет.

Рынок первичных размещений Малайзии в 2012 году был особенно активным, так как низкие риски правительственных еврооблигаций и высокие процентные ставки корпоративных евробондов способствовали росту спроса на долговые бумаги. На рынке ожидается сохранение активности, поскольку дорогостоящие инфраструктурные сделки ведут к увеличению объемов размещения как обычных еврооблигаций, так и еврооблигаций сукук.

В Индии же, напротив, иностранные инвестиции остаются ограниченными в силу жесткого госрегулирования. Тем не менее недавние инициативы по привлечению прямых иностранных инвестиций в индийские инфраструктурные еврооблигации являются позитивным шагом, который позволит не только расширить базу инвесторов, но и поддержать потребности страны в недостающей ликвидности. Резервный банк Индии повысил лимит вложений для иностранных институциональных инвесторов в облигации государственного долга с периодом обращения свыше трех лет с $15 млрд до $20 млрд. Центральный банк теперь позволяет суверенным, паевым фондам, иностранным центральным банкам, страховым и пенсионным фондам покупать облигации федерального займа. Он сократил период блокировки иностранных инвестиций в государственные облигации на сумму до $10 млрд с пяти до трех лет.

Рисунок 3

Доли рынка отдельных стран в общем объеме выпуска евробондов в 2012 г.



БУРНЫЙ РОСТ АЗИАТСКОГО СЕГМЕНТА ЕВРОБОНДОВ — ЭТО ДЕМОНСТРАЦИЯ УВЕЛИЧИВАЮЩЕЙСЯ УВЕРЕННОСТИ В АЗИИ, КОТОРУЮ МЕЖДУНАРОДНЫЕ ИНВЕСТОРЫ СЕГОДНЯ РАССМАТРИВАЮТ КАК МЕСТО ДЛЯ ЗАЩИТНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ, А ТАК БЫЛО ДАЛЕКО НЕ ВСЕГДА

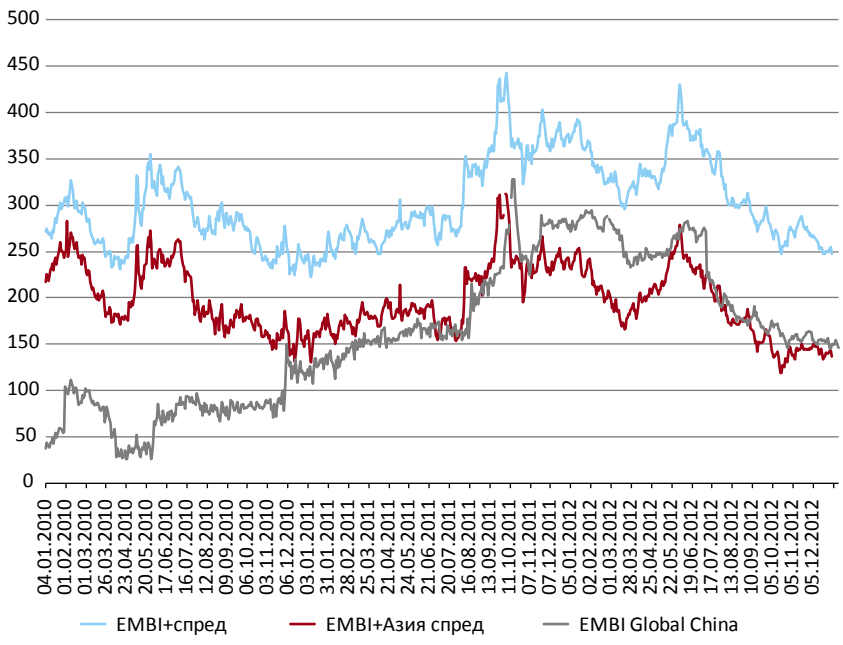


Рисунок 4

Динамика спредов EMBI+

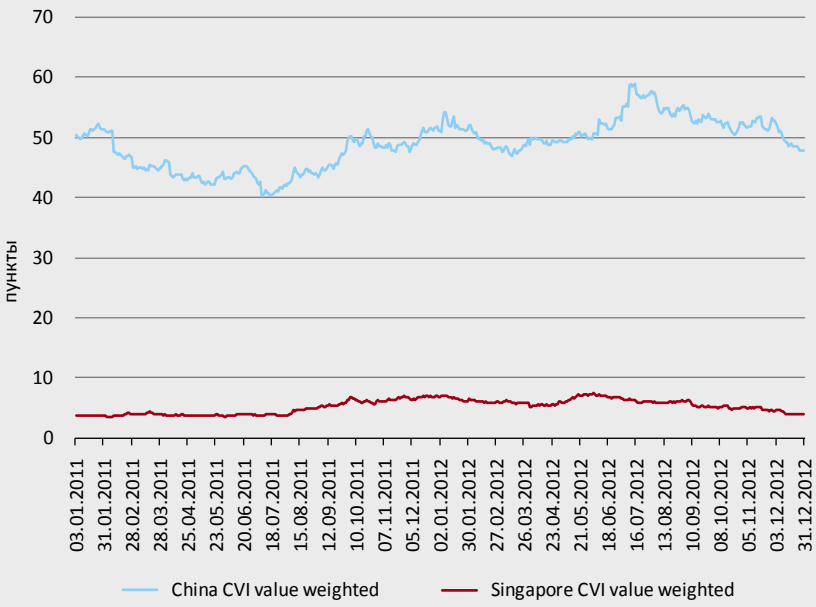
Несмотря на то что рынки по-прежнему чувствительны к новостям, приходящим из еврозоны, еврооблигации в Азии остаются привлекательным активом.

Ставить рекорды стало почти привычкой для азиатских рынков, однако есть ожидания, что азиатские размещения еврооблигаций в 2013 году смогут превзойти даже исторический максимум уровня 2012 года. Многие из факторов, которые привели к прошлогоднему рекорду новых выпусков, по-прежнему в силе. Процентные ставки остаются на чрезвычайно низком уровне в большинстве стран мира и провоцируют инвесторов на поиск доходностей в развивающихся рынках. Таким образом, есть основания ожидать, что поток сделок и спрос, в несколько раз превышающий книги заявок, сохранятся.

Тем не менее существуют две угрозы для такого оптимистичного сценария. Одной из них является перспектива того, что рынок облигаций Правительства США вступит в фазу неуклонного падения цен, которое будет толкать вверх доходности бумаг казначейства. Учитывая то, насколько низки сейчас цены на облигации США, это выглядит относительно небольшой опасностью. Более вероятной представляется угроза того, что глобальные инвесторы вновь обратят внимание на акции, что приведет к снижению спроса на еврооблигации, а значит, и повторить прошлогодний рекорд станет гораздо сложнее.

ИНДИКАТОР КРЕДИТНОГО РИСКА CVI

Индексы CVI (Corporate Vulnerability Index) — это новый набор индексов, разработанный Институтом по управлению рисками (RMI) в Национальном университете Сингапура. RMI вероятности дефолта (RMI Probability of Default) отдельных фирм используются в CVI для измерения кредитного риска в экономике, регионе или в портфеле инвестиций.

Во взвешенном по стоимости CVI (CVIvw) RMI вероятности дефолта для каждой фирмы агрегируются исходя из рыночной капитализации, так что размер каждой фирмы принимается во внимание.

Из динамики индексов CVI за 2011–2012 годы (см. рисунок 5) видно, что риск дефолта, то есть риск инвестиций в компании Китая и Сингапура, возрос в 2012 году по отношению к предыдущему периоду, однако это не смогло сдержать увеличение объемов размещения евробондов под низкие ставки.