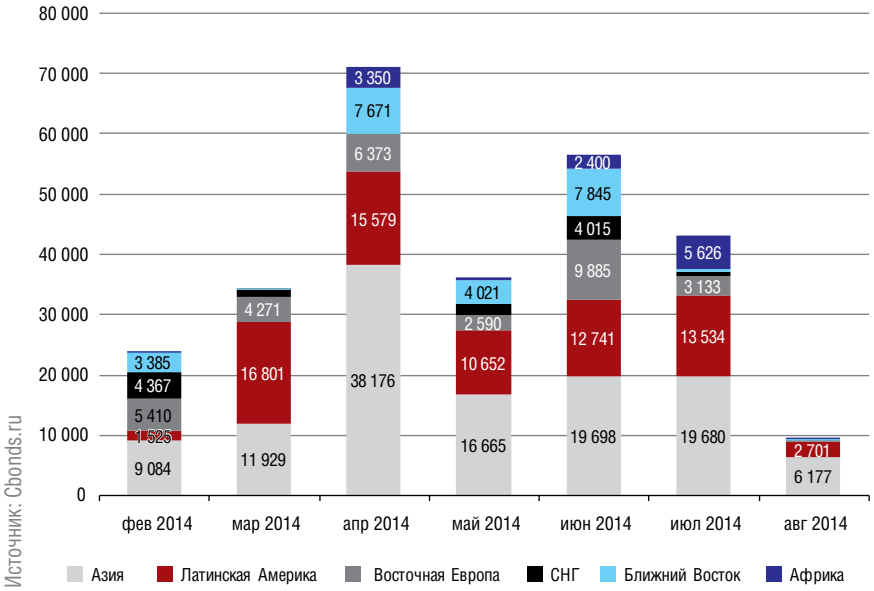
Дмитрий АЛЕКСЕЕВ

Сделай паузу

Конец лета ознаменовался полным штилем на рынке первичных размещений еврооблигаций emerging markets. ФРС готовится к повышению процентных ставок в 2015 году, в то время как ЕЦБ, наоборот, приближается к принятию нового пакета мер по стимулированию экономики. Традиционное затишье в августе должно смениться активным сентябрем, но, к сожалению, не для российских компаний. Усиление геополитической напряженности привело к полному отсутствию рыночных выпусков эмитентов из стран СНГ.

Рисунок 1
Объем новых выпусков еврооблигаций Plain Vanilla по регионам emerging markets в 2014 г., $ млн



Источник: Cbonds.ru

В августе было размещено 30 выпусков Plain Vanilla на сумму $9.5 млрд, по сравнению с июлем произошло четырехкратное снижение объема. С другой стороны, если посмотреть на тот же период 2013 года, то объем выпуска тогда составил $10.7 млрд, после чего в сентябре вырос до $57.7 млрд. В этом году ситуация может повториться, так как предпосылок для снижения объемов размещения пока нет, а доходность казначейских облигаций США ушла ниже 2.5% и находится на минимальном за последний год уровне. Больше всего выпусков в августе разместили азиатские эмитенты — на сумму $6.2 млрд при $19.7 млрд месяцем ранее. На втором месте эмитенты Латинской Америки, разместившие $2.7 млрд, на остальные регионы пришлось менее $0.7 млрд. Эмитенты практически перестали размещать в августе выпуски в евро (2% от общего объема размещения), доля которых еще в июне была высока (14.5%). Это объясняется рядом причин: снижением привлекательности сделки своп «евро–доллар», уходом с рынка российских эмитентов, которые в условиях санкций предпочитали выходить на рынок с выпусками в евро, а также общей низкой активностью традиционных эмитентов в евро из региона СЕЕ.

Всего четыре выпуска еврооблигаций состоялось в Латинской Америке. Парагвай, единственный среди суверенных эмитентов, разместил в начале августа 30-летний выпуск на $1 млрд к доходности 6.1%. Книга заявок составила весомые $3.7 млрд, что позволило разместиться ниже заранее на-

меченного коридора 6.25–6.375%. Кроме того, для Парагвая это первый выпуск со столь длинным сроком погашения, ранее у эмитента в активе была только десятилетняя еврооблигация. Также отличились Латиноамериканский банк развития CAF с выпуском на $1 млрд, Findeter с выпуском в колумбийских песо (эквивалентен $500 млн) и Minerva с выпуском на $200 млн. В целом ожидания участников рынка позитивные, и с началом делового сезона в сентябре размещения не должны заставить себя ждать.

История с непризнанным дефолтом Аргентины получила продолжение: руководство страны предложило держателям реструктурированных бумаг, выплаты по которым заблокированы, обменять еврооблигации на внутренние бумаги. Новые облигации будут выпущены по аргентинскому праву, а трасти Bank of New York Mellon, ранее по решению американского суда заблокировавший платежи, будет заменен на государственный Banco de la Nacion. Событие стоит считать негативным, так как оно не оставляет возможности для заключения сделки между хедж-фондами и правительством Аргентины. Международные инвесторы не уверены, что смогут участвовать в обмене в обход предписания американского суда, да и вряд ли многие захотят отказаться от защиты законов США и Великобритании в пользу аргентинского права.

Экономическая статистика Бразилии говорит о начале рецессии. По итогам второго квартала ВВП страны снизился на 0.6%. При этом консенсус-прогноз по инфляции в стране составляет 6.27% на 2014 год. Начало рецессии настигло страну перед выборами главы государства, запланированными на октябрь.

Экономика США, являющаяся ориентиром в том числе и для рынка еврооблигаций emerging markets, уверенно выходит на траекторию роста. Согласно опубликованным в августе статистическим данным рост ВВП во втором квартале 2014 года составил 4%, что приятно удивило инвесторов, ожидавших лишь 3%. Учитывая наблюдаемые улучшения на рынке труда и низкую инфляцию, ФРС начала использовать более жесткую риторику по поводу планов по повышению процентных ставок. Рынки также реагируют на экономическую статистику, в августе индекс широкого рынка S&P 500 впервые в истории преодолел психологическую отметку в 2000 п. ЕЦБ, в свою очередь, заявил о том, что в разработке находятся новые меры по стимулированию экономики, что может найти воплощение в виде европейского QE. В случае если программа будет реализована, возможен

ИТОГИ САММИТА В JACKSON HOLE

Леонид АЛЬШАНСКИЙ,
главный аналитик группы ABLV

С 21 по 23 августа в американском местечке Jackson Hole прошла экономическая конференция, организованная Федеральным резервным банком Канзаса. Эта ежегодная, некогда вполне обычная конференция с течением времени превратилась в основную площадку встреч и дискуссий руководителей мировых центробанков (этакий Давос для ЦБ). Риторика главы ФРС была более жесткой, в то время как руководитель ЕЦБ, напротив, подтвердил готовность к новым мерам стимулирования, в том числе нестандартным. Таким образом, планы на будущее двух ведущих центробанков мира теперь направлены в диаметрально противоположные стороны. На самом деле мы просто наблюдаем уже часто повторявшееся «отставание по фазе» в действиях ЕЦБ по отношению к ФРС.

Уже с первых дней обострения финансового кризиса в 2008 году, после крушения Lehman Brothers, ФРС стала проводить политику резкого снижения ставок и стимуляции финансово-экономической системы нестандартными методами. В результате баланс ФРС с августа 2008 года к текущему моменту увеличился впятеро, с $900 млрд до $4.4 трлн, из которых $4 трлн вложены в государственные и ипотечные облигации в рамках трех программ QE. В свою очередь ЕЦБ, в отличие от ФРС и других ведущих мировых центральных банков (Англии и Японии), не решился на широкое применение нестандартных монетарных методов. Так, текущие активы ЕЦБ, вложенные в государственные и ипотечные облигации, составляют всего 550 млрд евро.

В результате баланс ЕЦБ сегодня значительно уступает балансу ФРС и составляет порядка 2.1 трлн евро (то есть $2.8 трлн), хотя в 2008 году вдвое превышал баланс ФРС. Именно более консервативное следование ЕЦБ своему формальному мандату стало, на наш взгляд, одной из причин долгового кризиса в зоне евро и текущего плачевного состояния экономики валютного союза. И поэтому ФРС может сейчас позволить себе сворачивать программы стимуляции экономики и планировать переход к циклу повышения ставок. В то время как ЕЦБ должен усиливать программы стимулирования для спасения трещащей по швам экономики еврозоны, перенося на неопределенный срок начало сворачивания стимулов.

Таблица 1
Новые выпуски еврооблигаций Латинской Америки в августе 2014 г.

Эмиссия	Дата размещения	Дата погашения	Объем эмиссии, млн	Валюта	Ставка купона, %	Рейтинги	Агенты по размещению
Парагвай, 2044	04.08.14	11.08.44	1 000	USD	6.1	Ba2/BB/BB–	Bank of America Merrill Lynch, J.P. Morgan
CAF, 2017–3	05.08.14	08.08.17	1 000	USD	1.5	Aa3/AA–/AA–	Bank of America Merrill Lynch, Deutsche Bank, HSBC
Findeter, 2024, COP	06.08.14	12.08.24	946 175	COP	7.875	–/BBB/BBB	Bank of America Merrill Lynch, Deutsche Bank
Minerva SA, 2023	14.08.14	31.01.23	200	USD	7.75	B1/–/B+	BTG Pactual, HSBC, Credit Suisse

На 01.09.14	Инвестиционный банк	Объем, $ млн	Доля рынка, %	Кол-во эмитентов	Кол-во эмиссий
1	HSBC	36230	10.48	168	247
2	Citigroup	35550	10.28	144	203
3	J.P. Morgan	31886	9.22	115	169
4	Deutsche Bank	27659	8.00	116	160
5	Bank of America Merrill Lynch	18843	5.45	86	108
6	Goldman Sachs	16112	4.66	50	74
7	Barclays Capital	15549	4.50	59	79
8	BNP Paribas	14877	4.30	62	92
9	Standard Chartered Bank	12642	3.66	84	117
10	Credit Suisse	11925	3.45	55	71
	Итого топ-10	**221 273**	**63.99**		

Источник: Cbonds.ru

Таблица 2
Топ-10 банков — организаторов размещений еврооблигаций Plain Vanilla эмитентов региона emerging markets за январь-август 2014 г.

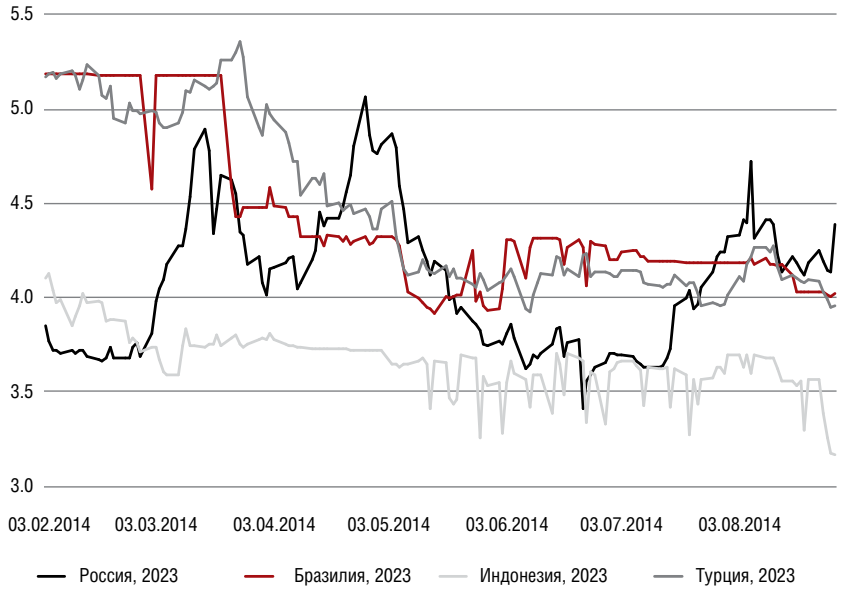
переток средств из облигаций в более рисковые инструменты. Так, например, по данным EPFR, фонды облигаций EM уже зафиксировали первую с марта 2014 года неделю оттока средств ($737 млн), впрочем, такая неделя была лишь одна, а в остальные наблюдался приток капитала в фонды.

В ренкинге организаторов размещений еврооблигаций изменений в позициях топ-10 банков не произошло. По-прежнему на передовой находятся HSBC, Citigroup и J.P. Morgan. Самым активным организатором месяца стал Bank of America Merrill Lynch, принявший участие в 8 размещениях с объемом $1.95 млрд. Банк занимает пятую позицию в общем ренкинге за восемь месяцев 2014 года. В региональном разрезе по итогам 8 месяцев 2014 года в Азии и Латинской Америке лидером рынка стал HSBC, в регионе CEEMEA — Citigroup с долей рынка 13.8%.

Россия продолжает быть отрезанной от мирового рынка капитала, при этом геополитическая ситуация вокруг Украины остается напряженной. В результате единственным выпуском эмитентов СНГ в августе стала эмиссия субординированных еврооблигаций Татфондбанка на $60 млн. Бумаги являются бессрочными и были размещены к доходности 12.5% среди ограниченного круга частных и институциональных инвесторов. Организатором выпуска выступил Промсвязьбанк. Национальный банк Республики Татарстан ЦБ РФ уже подтвердил возможность включения привлеченных средств в добавочный капитал банка.

Доходность еврооблигаций «Россия, 2030» постепенно снижалась в первой половине месяца, но на фоне эскалации конфликта в Украине вновь выросла с 4.5% до 4.7%. В случае введения новых санкций со стороны ЕС, в том числе обсуждаемого запрета на покупку государственных облигаций, доходности вновь начнут ползти вверх, что может окончательно похоронить надежды на открытие рынка этой осенью. При текущих условиях деэскалация конфликта в Украине — единственный шанс увидеть новые выпуски еврооблигаций СНГ в ближайшей перспективе. Несколько компаний в августе заявили о планах по размещению еврооблигаций, подчеркнув, что оно состоится только при хорошей рыночной конъюнктуре. Среди них Промсвязьбанк, заявивший о намерении выпустить субординированные еврооблигации на $300 млн. Альфа-Банк вновь рассматривает выпуск долларовых евробондов, организаторами выпуска могут стать Goldman Sachs, J.P. Morgan и Bank of America Merrill Lynch. Судьба этих сделок во многом будет определяться геополитикой в регионе.

Рисунок 2
Динамика доходности суверенных еврооблигаций, %



БОЛЕЕ ПОДРОБНЫЙ РЕНКИНГ ОРГАНИЗАТОРОВ ВЫПУСКОВ ЕВРООБЛИГАЦИЙ ДОСТУПЕН В КОНСТРУКТОРЕ РЕНКИНГОВ