Сергей ДОВЖЕНКО,
специалист по облигациям
развивающихся рынков, Cbonds

Не было бы счастья, да несчастье помогло

Укрепление доллара к мировым валютам, снижение цен на энергоресурсы и геополитическая напряженность в странах СНГ оказывают сильное давление на рынки развивающихся стран. За первый квартал 2015 г. эмитенты развивающихся стран выпустили еврооблигаций на сумму $122,9 млрд, что на 7% ниже аналогичного периода прошлого года. Однако продолжение программы количественного смягчения, проводимой ЕЦБ, и переход доходностей европейских бумаг в отрицательную плоскость может оказать поддержку рынку облигаций развивающихся стран. Уже сейчас среди инвесторов наблюдается устойчивый тренд на поиск предложений с высокими доходностями.

На мартовском заседании Федерального комитета по операциям на открытом рынке ФРС США мнения участников относительно предстоящего повышения процентных ставок разделились. Одни утверждают, будто экономические данные и перспективы развития указывают на то, что процентная ставка должна быть увеличена на июньском заседании. Другие, в свою очередь, отметили, что снижение цен на нефть и сильный доллар будут сдерживать инфляцию, а следовательно, повышение ставок должно произойти позднее. Некоторые участники также заявили, что экономика США, вероятнее всего, не будет готова к ужесточению денежно-кредитной политики вплоть до 2016 г. Глава ФРС Джанет Йеллен заявила, что нормализация процентных ставок начнется только после того, как экономические данные будут подтверждать достижение целевого уровня инфляции в 2% в среднесрочной перспективе.

Данные по рынку труда США за март оказались существенно хуже ожиданий: рост занятости составил всего 126 тыс. человек, что является наиболее низким результатом с декабря 2013 г. Безработица, как и предполагалось, сохранилась на уровне 5,5%. Импортные цены упали на 0,3%. Однако до сих пор неясно, свидетельствуют ли последние данные по экономике об изменении долгосрочного тренда или просто представляют собой временное замедление. Кроме того, если показатели экономического роста не восстановятся после слабых данных за первый квартал 2015 г., ФРС, скорее

всего, отложит повышение процентных ставок, что может стать сильным положительным фактором для рынка облигаций и валют развивающихся стран.

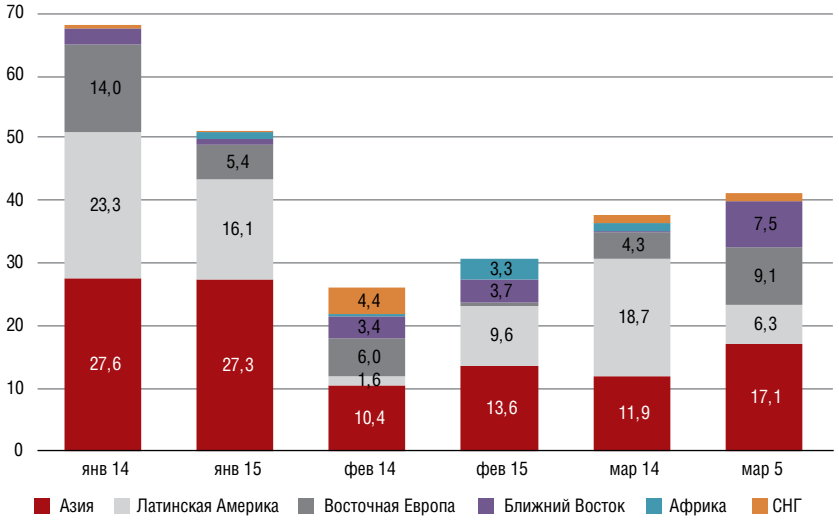
За первый квартал 2015 г. эмитенты развивающихся стран выпустили еврооблигаций на сумму $122,9 млрд. По сравнению с аналогичным периодом прошлого года общий объем размещенных еврооблигаций снизился на 7% (с $131,7 млрд до $122,9 млрд). В январе общий объем размещенных средств был значимо ниже, чем год назад ($51,1 млрд против $67,9 млрд), в основном из-за отсутствия на рынке российских и бразильских заемщиков. В то же время, объемы размещения в феврале и марте превзошли прошлогодние значения (см. Рисунок 1).

Программа количественного смягчения, запущенная ЕЦБ, вызвала снижение доходностей облигаций европейских эмитентов и их переход в отрицательную плоскость. Это не могло не отразиться на традиционных инвесторах, которые стали искать более глобальные предложения с высокими доходностями.

Заметнее всего увеличили объемы размещения еврооблигаций азиатские эмитенты. Если в первом квартале 2014 г. они реализовали $49,9 млрд, то в первом квартале 2015 г. — уже $58 млрд (прирост +9%). Особенно заметно объемы размещений увеличились в феврале и марте 2015 г. по сравнению с аналогичными периодами прошлого года. Снижение процентных ставок Народным банком Китая и принятые меры по стимулированию отрасли недвижимости и строительства дали о себе знать. Кроме того, о своих планах по возращению на рынок заявила Малайзия. Суверен ищет как минимум $1,25 млрд для рефинансирования своего сукука с погашением в июне текущего года — это будет первая еврооблигация Малайзии за последние четыре года.

При этом спрос на европейские облигации остается высоким, несмотря на риски выхода Греции из Европейского союза, что подтверждается недавним выпуском суверенных еврооблигаций Турцией. 8 апреля Турция разместила бонды с погашением в 2026 г. на сумму $1,5 млрд. Спред к десятилетним US Treasuries составил 250 б.п., а книга заявок — около $8 млрд, что более чем в пять раз превышает объем размещения.

Стоит отметить, что совокупный объем размещения бумаг восточноевропейскими эмитентами за первый квартал снизился с $24 млрд годом ранее до $15 млрд (-38%). С другой стороны, если в январе и феврале происходило сжатие рынка по сравнению с прошлым годом, то в марте началось восстановление: объем размещенных средств вырос с $4,3 млрд годом ранее до $9,1 млрд в текущем году. Это можно объяснить тем, что часть эмитентов дожидалась более благоприятных условий для выхода на рынок в связи с запуском программы выкупа активов. Таким примером может служить выпуск в марте суверенных еврооблигаций Польшей, которая обычно начинает выпуск бумаг в январе. И если в прошлом январе Польша выпустила десятилетние еврооблигации на сумму в 3 млрд евро и ставкой купона в 3%, то в марте был осуществлен выпуск 12-летних бумаг на сумму 1 млрд евро и со ставкой купона всего 0,875%. Книга заявок составила 1,7 млрд евро. При этом Польша не единственная страна, которая смогла



Источник: Cbonds.ru

Рисунок 1
Доходность к погашению десятилетних казначейских облигаций США

Таблица 1
Новые выпуски суверенных еврооблигаций Emerging Markets в марте-апреле 2015 г.

Бумага	Объем эмиссии, млн	Валюта	Ставка купона	Дата размещения	Дата погашения
Армения, 2025	500	USD	7,15%	19.03.2015	26.03.2025
Болгария, 2022, EUR	1250	EUR	2%	19.03.2015	26.03.2022
Болгария, 2027, EUR	1000	EUR	2,625%	19.03.2015	26.03.2027
Болгария, 2035, EUR	850	EUR	3,125%	19.03.2015	26.03.2035
Доминиканская Республика, 2022, DOP/USD	10000	DOP	10,375%	02.03.2015	04.03.2022
Колумбия, 2045 (доразм.)	1000	USD	5%	26.03.2015	15.06.2045
Коста–Рика, 2045	1000	USD	7,158%	05.03.2015	12.03.2045
Мексика, 2115, EUR	1500	EUR	4%	08.04.2015	15.03.2115
Панама, 2025	1250	USD	3,75%	11.03.2015	16.03.2025
Перу, 2050 (доразм.)	545	USD	5,625%	19.03.2015	18.11.2050
Польша, 2027, EUR	1000	EUR	0,875%	30.03.2015	10.05.2027
Турция, 2026	1500	USD	4,25%	08.04.2015	14.04.2026
Хорватия, 2025, EUR	1500	EUR	3%	04.03.2015	11.03.2025
Черногория, 2020, EUR	500	EUR	3,875%	12.03.2015	18.03.2020
Эквадор, 2020	750	USD	10,5%	19.03.2015	24.03.2020

Источник: Cbonds.ru

ПРОГРАММА КОЛИЧЕСТВЕННОГО СМЯГЧЕНИЯ, ЗАПУЩЕННАЯ ЕЦБ, ВЫЗВАЛА СНИЖЕНИЕ ДОХОДНОСТЕЙ ОБЛИГАЦИЙ ЕВРОПЕЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ И ИХ ПЕРЕХОД В ОТРИЦАТЕЛЬНУЮ ПЛОСКОСТЬ

получить выгоду от снижения стоимости привлечения заемных средств.

В марте на рынок также вышла Болгария с гигантским траншем трех выпусков еврооблигаций на сумму 3 млрд евро — крупнейшим суверенным займом, номинированным в евро и выпущенным развивающейся страной. Таким образом, были реализованы евробонды на сумму 1,25 млрд евро с погашением в 2022 г. и ставкой купона 2%, на сумму 1 млрд евро с погашением в 2027 г. и ставкой купона 2,625%, а также на сумму 0,85 млрд евро с погашением в 2035 г. и ставкой купона 3,125%. Низкие ставки купонов, реализованные Польшей и Болгарией в своих выпусках, могут стимулировать выход на рынок и других суверенных эмитентов в Восточной Европе.

Эмитенты Латинской Америки показали снижение объемов размещения еврооблигаций на 27% до $32 млрд с $43,5 млрд годом ранее. Высокая вероятность дефолта Венесуэлы, нулевой экономический рост Бразилии, а также ощутимый эффект от падения цен на нефть — все это оказывает непосредственное влияние на объем размещенных средств. Однако и латиноамериканские эмитенты стремятся воспользоваться преимуществами чрезвычайно низкой стоимости заимствований в евро. Так, Мексика разместила уже второй выпуск еврооблигаций, номинированных в евро, с начала года. Примечательным является тот факт, что срок обращения бумаг составляет сто лет — наиболее длительный срок обращения среди всех суверенных выпусков в евро. Бумаги были размещены по цене 95,322% со ставкой купона 4% и на сумму 1,5 млрд евро. Букраннерами выступили банки HSBC и Goldman Sachs.

Эмитенты Ближнего Востока и Африки также показали существенный рост в объемах выпуска еврооблигаций — наравне с Азией. Эмитенты из Ближнего Востока сумели увеличить объем размещенных средств в два раза с $6,2 млрд годом ранее до $12,2 млрд в текущем году, в то время как эмитенты из Африки увеличили объем практически в три раза, с $1,5 млрд до $4,3 млрд.

Выпуски бумаг, номинированных в евро (17,2% сделок), набирают все большую популярность. За первый квартал 2015 г. эмитенты разместили бумаг на сумму более чем 19 млрд евро, хотя годом ранее объем бумаг в евро составлял 17,1 млрд. Наиболее высокий прирост выпусков в евро показали восточноевропейские заемщики: с 6,7 млрд евро в прошлом году до 10,1 млрд евро в текущем. В разделении по секторам суверенные евробонды заняли около 30,5% от общего объема: помимо упомянутой выше Болгарии, с крупными размещениями также выходили Колумбия, Индонезия и Филиппины.

Подводя итоги первого квартала 2015 г., прежде всего стоит отметить смену лидера в ренкинге организаторов размещений еврооблигаций эмитентов региона emerging markets. С небольшим отрывом им стал банк Citigroup, организовавший выпуски бумаг на общую сумму около $12,97 млрд. Таким образом, Citigroup занял 10,56% рынка, опередив следующего за ним HSBC с долей рынка 10,41% и объемом размещения $12,79 млрд. Стоит отметить, что Citigroup обогнал HSBC не только в своем традиционном регионе CEEMEA, но и в Латинской Америке. Почетное третье место, по версии Cbonds, занял банк Deutsche Bank с квотой $10 млрд (8,2% рынка).

Таблица 2
Топ-10 банков – организаторов размещений еврооблигаций Plain Vanilla эмитентов региона Emerging Markets за 1 кв. 2015 г.

№	Инвестиционный банк	Объем, $ млн	Доля рынка	Кол-во эмитентов	Кол-во эмиссий
1	Citigroup	12974	10,56%	48	72
2	HSBC	12789	10,41%	59	85
3	Deutsche Bank	10040	8,17%	43	63
4	JP Morgan	9598	7,81%	40	56
5	Morgan Stanley	7591	6,18%	23	37
6	Bank of America Merrill Lynch	7461	6,07%	26	42
7	Barclays Capital	4903	3,99%	19	27
8	Standard Chartered Bank	4764	3,88%	26	32
9	BNP Paribas	3758	3,06%	20	24
10	Societe Generale	3561	2,90%	11	14
Итого по топ-10:		**77439**	**63,02%**		

Источник: Cbonds.ru

ВЫКУПЫ И РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ

Первые выпуски еврооблигаций с начала года появились только в марте: компания SOCAR выпустила бумаги на сумму $750 млн, а Армения выпустила суверенные еврооблигации на $500 млн. Для российских и украинских заемщиков рынок фактически закрыт. И если в первом квартале 2014 г. было размещено бумаг на общую сумму $6,3 млрд, то в этом году — только на $1,5 млрд.

Компания SOCAR 12 марта разместила 15-летние еврооблигации на $750 млн под 6,95% годовых. Организаторами сделки выступили Deutsche Bank и JP Morgan, а покупателями бумаг стали инвесторы из США (41%), Великобритании (39%), Европы (18%) и других регионов (2%).

Стоит отметить, что изначально компания планировала привлечь $1 млрд. Половина выручки от размещения облигаций будет израсходована на строительство нефтеперерабатывающего завода Star в Турции, а оставшиеся средства будут направлены на рефинансирование краткосрочной задолженности компании и общие корпоративные цели.

Армения, в свою очередь, выпустила десятилетние еврооблигации на сумму $500 млн. Хотя изначально планировалось выпустить бумаги на $300 млн, желание попасть в индекс JP Morgan EMBI подтолкнуло к увеличению объема займа на $200 млн. Бумаги были выпущены по цене 97,568% и со ставкой купона 7.15%. Букраннерами выступили Deutsche Bank, HSBC и JP Morgan.

По прогнозам мировых экономических и финансовых агентств, Россия в 2015 г. войдет в рецессию. Оценки падения ВВП колеблются от -3% до -6%, многие также не ожидают возобновления роста и в 2016 г. Однако после стабилизации цен на нефть, прохождения пика выплат по корпоративному долгу, а также относительной стабилизации ситуации на востоке Украины в размещенных еврооблигациях началось ралли: доходности суверенных бондов «Россия-2030» упали с 7,5% в январе до 3,7% в апреле, пятилетний CDS снизился до 335 б.п. после пиковых 630 б.п. в феврале. Такому снижению доходностей также способствует проводимая ЦБ политика по предоставлению валютного РЕПО, что увеличивает спрос на еврооблигации.

Очевидно, что значительная часть заемщиков направляла свои средства на выкуп еврооблигаций, пользуясь периодом снижения ставок. Так, с начала года свои облигации выкупали такие компании, как «Евраз» на сумму $850 тыс., «Борец» на сумму $2,33 млн, «Северсталь» на сумму $221,39 млн, Промсвязьбанк на сумму $110,54 млн, «Ренессанс Кредит» на сумму $157,1 млн, Alliance Oil Company на сумму $50,9 млн, банк «Русский Стандарт» на сумму $38,6 млн, банк «Тинькофф» на сумму $80,1 млн, а также «ВымпелКом» на сумму $1,84 млрд. Кроме того, о своих планах по выкупу бумаг заявил кемеровский «Кокс». Компания хочет выкупить бонды с погашением в 2016 г. на сумму $350 млн.

Крайне тяжелое состояние украинской экономики и военный конфликт не внушают инвесторам уверенности в платежеспособности украинских компаний и банков. Крупнейшие эмитенты объявляют дефолт (агрохолдинг «Мрия», VAB банк, Дельта банк), остальные пытаются что-то сделать со своими обязательствами и ведут переговоры по реструктуризации долга (производитель железной руды Ferrexpo, стали «Метинвест», энергетическая компания ДТЭК). Корпоративный сектор оказался фактические отрезанным от международных финансовых рынков, облигации некоторых компаний торгуются по ценам ниже 50% от номинала.

Однако программа реформ и финансовая помощь МВФ и других международных институтов вселяют надежду. Национальному банку Украины впервые с сентября удалось увеличить международные резервы: по состоянию на 1 апреля они составляют $9,97 млрд.

В данный момент правительство ведет переговоры с кредиторами о реструктуризации долга. Кабинет министров утвердил перечень долгов (см. Таблицу 3), которые предлагаются к реструктуризации на переговорах с внешними кредиторами. Кроме государственных долгов, туда попали и долги предприятий, гарантированные государством. Украина надеется добиться соглашения о реструктуризации до конца мая, чтобы своевременно получить второй транш от МВФ по программе EFF и снизить долговую нагрузку на сумму около $15 млрд.

Бумага	Объем эмиссии	Валюта	Ставка купона	Дата размещения	Дата погашения
Украина, 2015	500	USD	6,875%	16.09.2010	23.09.2015
Украина, 2015, EUR	600	EUR	4,950%	06.10.2005	13.10.2015
Украина, 2015–2	3000	USD	5%	20.12.2013	20.12.2015
Украина, 2016	1000	USD	6,580%	16.11.2006	21.11.2016
Украина, 2016–2	1250	USD	6,25%	10.06.2011	17.06.2016
Украина, 2017	700	USD	6,750%	07.11.2007	14.11.2017
Украина, 2017–2	2600	USD	9,25%	17.07.2012	24.07.2017
Украина, 2020	1500	USD	7,750%	16.09.2010	23.09.2020
Украина, 2021	1500	USD	7,950%	16.02.2011	23.02.2021
Украина, 2022	2250	USD	7,80%	19.11.2012	28.11.2022
Украина, 2023	1250	USD	7,5%	09.04.2013	17.04.2023
Фининпро, 2017	568	USD	8,375%	29.10.2010	03.11.2017
Фининпро, 2017–2	550	USD	9,0%	03.12.2012	07.12.2017
Фининпро, 2018	690	USD	7,40%	15.04.2011	20.04.2018
Укрзализныця, 2018 (LPN)	500	USD	9,5%	14.05.2013	21.05.2018
Ощадбанк, 2016 (LPN)	700	USD	8,250%	01.03.2011	10.03.2016
Ощадбанк, 2018 (LPN)	500	USD	8,875%	13.03.2013	20.03.2018
Укрэксимбанк, 2015 (LPN)	750	USD	8,375%	15.04.2010	27.04.2015
Укрэксимбанк, 2016 (LPN, step up)	125	USD	8,40%	03.02.2006	09.02.2016
Укрэксимбанк, 2018 (LPN)	600	USD	8,75%	16.01.2013	22.01.2018
Киев, 2015 (LPN)	250	USD	8,0%	24.10.2005	06.11.2015
Киев, 2016 (LPN)	300	USD	9,375%	30.06.2011	11.07.2016

Таблица 3
Список реструктуризируемых долговых обязательств Украины и украинских эмитентов

ВЫПУСКИ БУМАГ, НОМИНИРОВАННЫХ В ЕВРО (17,2% СДЕЛОК), НАБИРАЮТ ВСЕ БОЛЬШУЮ ПОПУЛЯРНОСТЬ