**Сергей ДОВЖЕНКО,**
эксперт по международным
долговым рынкам, Cbonds

# Падение усиливается

Данные МВФ свидетельствую о том, что в этом году мировую экономику ждет самая глубокая рецессия в долларовом выражении. Из-за экономических проблем европейских и развивающихся стран мировой ВВП в долларовом выражении в 2015 году сократится на $3.8 трлн до $73.5 трлн (в кризисном 2009 году он уменьшился на $3.3 трлн) — это будет крупнейший спад с 1960-х годов. На фоне низких цен на сырьевых рынках, проблем Китая и рыночной волатильности объем размещения еврооблигаций эмитентами развивающихся рынков сократился до трехлетнего минимума. Отток капитала продолжается, Goldman Sachs закрывает фонд БРИК, а центробанки рекордными темпами продают доллары для поддержки своих валют.

Мировая экономика стоит на развилке. Возможно, сложившаяся нестабильная ситуация является продолжением процесса адаптации после кризиса 2008–2009 годов, что приведет к формированию более сбалансированной и устойчивой мировой экономики. Вышедшие данные по рынку труда США превзошли самые оптимистичные прогнозы. Число рабочих мест в октябре выросло на 271 тыс., в то время как прогнозы предполагали рост лишь на 185 тыс. Сильнее ожиданий также выросла почасовая оплата (2.5% год к году), что в итоге будет стимулировать ускорение инфляции в США. Согласно котировкам фьючерсов на уровень ставки, вероятность ее повышения в декабре теперь оценивается трейдерами в 70% против 50% неделей ранее и 36% в сентябре.

Рынок еврооблигаций развивающихся стран остается под давлением, доходности суверенных еврооблигаций EM продолжили свою тенденцию к повышению (см. Рисунок 1). Только еврооблигации СНГ демонстрируют снижающийся тренд, что в первую очередь связано с ослаблением геополитической напряженности, сокращением волатильности цен на нефть и завершением реструктуризации еврооблигаций Украиной. За первые десять месяцев 2015 года эмитенты развивающихся стран выпустили еврооблигации на сумму всего $330.8 млрд. С начала января 2015 года по начало апреля разрыв в объемах размещений устойчиво сокращался, и если в начале года была надежда на восстановление рынка (в марте объем размещенных средств вырос с $4.3 млрд годом ранее до $9.1 млрд в текущем году), то затем началось неуклонное падение. В итоге по состоянию на конец октября эмитенты развивающихся стран привлекли на

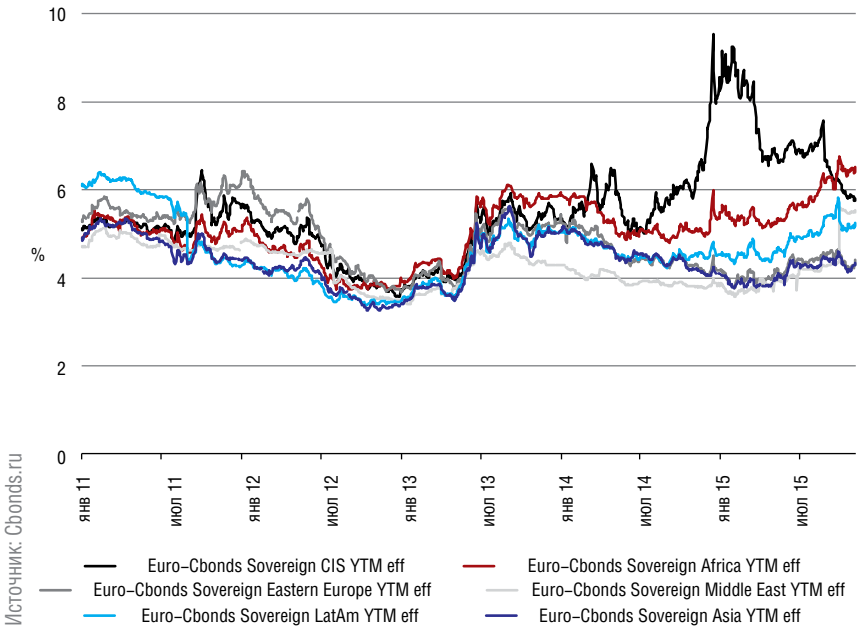



**Рисунок 1**
Динамика доходностей к погашению суверенных еврооблигаций EM, индексы Euro-Cbonds

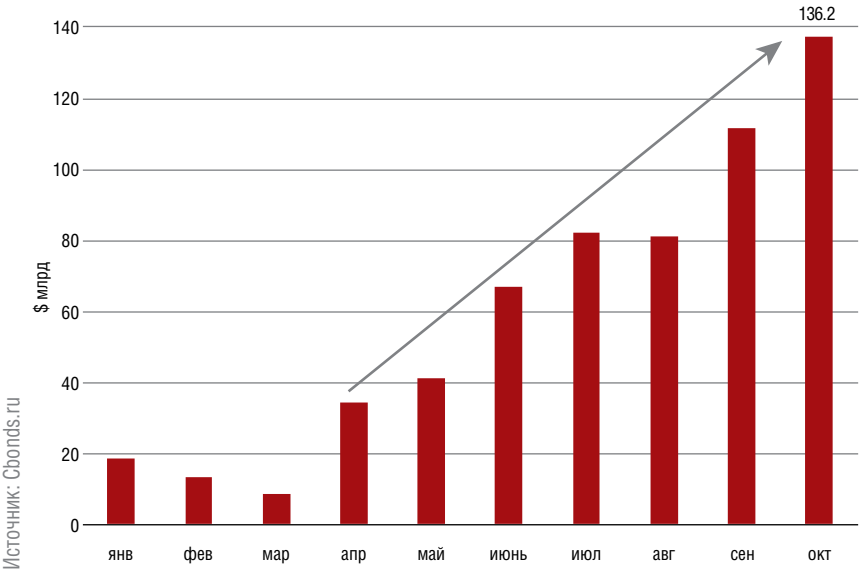
## ЭМИТЕНТОВ EM ЖДЕТ РЕЗКОЕ УВЕЛИЧЕНИЕ ЗАТРАТ НА ОБСЛУЖИВАНИЕ ДОЛГА, КОГДА СТАВКИ НАЧНУТ РАСТИ В СТРАНАХ С РАЗВИТОЙ ЭКОНОМИКОЙ

$136 млрд меньше, чем за аналогичный период прошлого года (см. Рисунок 2).

По сравнению с аналогичным периодом прошлого года общий объем размещенных еврооблигаций снизился на 29.2%. При этом падение объемов выпуска новых бумаг присутствует на всех рынках: Азия — -14%, Латинская Америка — -47%, Восточная Европа — -48%, Ближний Восток — -17%, Африка — -15%, СНГ — -46% (см. Рисунок 3).

Обесценение локальных валют против доллара и евро в течение 2014–2015 годов сделало гораздо более дорогим не только привлечение заимствований для правительств и корпораций стран EM, но и его обслуживание. И это становится новым глобальным риском. Низкие процентные ставки, поиск инвесторами более высоких доходностей и цены на биржевые товары активно стимулировали увеличение корпоративного долга в странах EM. По данным МВФ, корпоративный долг нефинансовых предприятий в крупнейших странах с формирующимся рынком вырос с $4 трлн в 2004 году до уровня, намного превышающего $18 трлн, в 2014 году. Эмитентов стран EM ждет резкое увеличение затрат на обслуживание долга, как только процентные ставки начнут расти в странах с развитой экономикой.

**Рисунок 2**
Разрыв между объемами размещения еврооблигаций EM в 2014 и 2015 гг., накопленный итог




## АЗИЯ

Замедление экономики Китая может привести к кредитному кризису и еще большему падению темпов роста ВВП. Мировая экономика не сможет это проигнорировать, ведь на Китай теперь приходится 16% мирового производства и почти 30% ожидаемого роста ВВП. Все это беспокоит иностранных инвесторов, и если за первые десять месяцев 2014 года азиатские эмитенты разместили $207.6 млрд, то в 2015 году — только $178.5 млрд. С другой стороны, данный регион менее всех потерял в объемах размещения еврооблигаций (-14%).

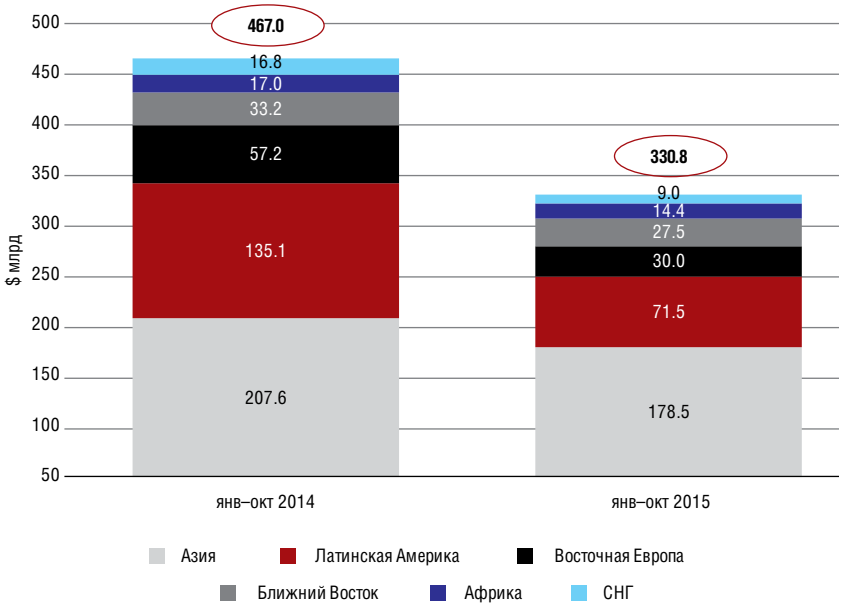
Ограниченное предложение новых выпусков облигаций среди эмитентов EM дает о себе знать. Export Import Bank of Korea вернулся на международные рынки облигаций с крайне впечатляющей сделкой. Ограниченное предложение среди эмитентов помогло банку привлечь более $7.5 млрд в книге заявок для двухтраншевого выпуска на

$1.75 млрд. Азиатские долговые рынки не видели такого объема спроса в течение продолжительного времени, синдикат организаторов называет эту сделку одной из самых впечатляющих за год. Большой книгой заявок также может похвастаться ICBC Leasing. Эмитент осуществил трехтранше-вый выпуск на $1.5 млрд, книга заявок при этом составила $6 млрд.

Несмотря на нависшую угрозу повышения процентных ставок ФРС США, выход на рынок Шри-Ланки (B1; B+; BB-) с десятилетней сделкой на $1.5 млрд демонстрирует увеличение доверия развивающимся рынкам. Суверен изначально планировал привлечь $1 млрд, однако после существенной книги заявок, достигавшей на пике $4 млрд, решил увеличить изначальный объем на 50%. Итоговая книга заявок составила $3.3 млрд, ставка купона — 6.85%. Азиатские эмитенты смогли прочно укрепиться на лидирующей позиции: в общем объеме размещенных бумаг развивающихся стран их доля составила 54% (+10% по сравнению с предыдущим годом).

## ВОСТОЧНАЯ ЕВРОПА

Несмотря на программу количественного смягчения и снижения стоимости привлечения заемных средств в евро, Восточная Европа показала самое сильное падение среди всех регионов EM (-48%). За первые десять месяцев эмитенты данного региона разместили всего $30 млрд новых еврооблигаций, что практически вдвое меньше, чем за аналогичный период год назад ($57.2 млрд). ЕЦБ пока не удается достичь результатов в стимулировании инфляции, цель по которой — немного ниже 2%. По прогнозам в октябре годовая инфляция в еврозоне составит около 0%. Президент ЕЦБ Марио Драги дал понять, что готов расширить программу денежного стимулирования. В период с августа по ноябрь восточноевропейские эмитенты выпустили 14 еврооблигаций на общую сумму в $9.5 млрд, $7.7 млрд из которых было привлечено суверенами. На рынок выходили: Польша (два выпуска на 1 млрд евро и 1.75 млрд евро), Румыния (два выпуска на 1.25 млрд евро и 0.75 млрд евро), Албания (450 млн евро), Литва (два выпуска по 750 млн евро) и Латвия (500 млн евро). Также Македония наняла Citi, Deutsche Bank и Erste Group для планируемого выпуска в евро.




Источник: Cbonds.ru

**Рисунок 3**
**Объем новых выпусков еврооблигаций Plain Vanilla Emerging Markets за 10 месяцев 2015 и 2014 гг.**

## ЛАТИНСКАЯ АМЕРИКА

Рынок международных облигаций Латинской Америки также продолжает уменьшаться. Бразилия пока еще не может справиться с корпоративными и коррупционными скандалами, невнятная финансовая и экономическая политика загоняет страну в рецессию. Эмитенты региона показали снижение объемов размещения еврооблигаций на 47% с начала года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года: объемы упали с $135.1 млрд в 2014 году до $71.5 млрд в текущем году.

В Перу решили воспользоваться низкими ставками и вышли на рынок с первым за последние 11 лет выпуском в евро. Суверен привлек 1.1 млрд евро с погашением в 2026 году и ставкой купона 2.75%. Перу нуждается в финансировании бюджетного дефицита в размере 3% от ВВП — самого большого дефицита за последние десять лет. Валюта экспортера меди в этом году обесценилась по отношению к доллару США на 9% и всего на 0.4% к евро, что увеличивает относительную привлекательность заимствований в европейской валюте. Другой производитель меди, корпорация Codelco, вышла на рынок с впечатляющей сделкой на $2 млрд. Ставка купона по облигациям составила 4.5%, срок обращения — десять лет. Эмитенту необходимы средства для финансирования капитальных затрат в связи с падением цен на металлы и сокращением прибыли.

ЗАМЕДЛЕНИЕ ЭКОНОМИКИ КИТАЯ МОЖЕТ ПРИВЕСТИ К КРЕДИТНОМУ КРИЗИСУ И ЕЩЕ БОЛЬШЕМУ ПАДЕНИЮ ТЕМПОВ РОСТА ВВП

| Бумага | Кредитный рейтинг M/S&P/F | Объем эмиссии | Валюта | Ставка купона | Дата размещения | Дата погашения |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Албания | B1/ B/– | 450 | EUR | 5.75% | 05.11.2015 | 12.11.2020 |
| Ангола | Ba2/ B+/ B+ | 1 500 | USD | 9.5% | 04.11.2015 | 12.11.2025 |
| Гана | B3/ B–/ B | 1 000 | USD | 10.75% | 01.09.2015 | 14.10.2030 |
| Колумбия | Baa2/BBB/ BBB | 1 500 | USD | 4.5% | 21.09.2015 | 28.01.2026 |
| Латвия | A3/ A–/ A– | 500 | EUR | 1.375% | 16.09.2015 | 23.09.2025 |
| Ливан | B2/ B–/ B | 500 | USD | 6.25% | 30.10.2015 | 04.11.2024 |
| Ливан | B2/ B–/ B | 500 | USD | 6.65% | 30.10.2015 | 03.11.2028 |
| Ливан | B2/ B–/ B | 600 | USD | 7.05% | 30.10.2015 | 02.11.2035 |
| Литва | A3/ A–/ A– | 750 | EUR | 1.25% | 15.10.2015 | 22.10.2025 |
| Литва | A3/ A–/ A– | 750 | EUR | 2.125% | 15.10.2015 | 22.10.2035 |
| Намибия | Baa3/ –/ BBB– | 750 | USD | 5.25% | 22.10.2015 | 29.10.2025 |
| Пакистан | B3/ B–/ B | 500 | USD | 8.25% | 24.09.2015 | 30.09.2025 |
| Перу | A3/ BBB+/ BBB+ | 1 100 | EUR | 2.75% | 27.10.2015 | 30.01.2026 |
| Перу | A3/ BBB+/ BBB+ | 1 250 | USD | 4.125% | 18.08.2015 | 25.08.2027 |
| Польша | A2/ A–/ A– | 1 750 | EUR | 0.875% | 07.10.2015 | 14.10.2021 |
| Польша | A2/ A–/ A– | 1 000 | EUR | 1.5% | 02.09.2015 | 09.09.2025 |
| Румыния | Baa3/ BBB–/ BBB– | 1 250 | EUR | 2.75% | 21.10.2015 | 29.10.2025 |
| Румыния | Baa3/ BBB–/ BBB– | 750 | EUR | 3.875% | 21.10.2015 | 29.10.2035 |
| Уругвай | Baa2/ BBB/ BBB– | 1 205 | USD | 4.375% | 19.10.2015 | 27.10.2027 |
| Шри-Ланка | B1/ B+/ BB– | 1 500 | USD | 6.85% | 27.10.2015 | 03.11.2025 |

Источник: Cbonds.ru

**Таблица 1**
Крупнейшие новые выпуски суверенных еврооблигаций Emerging Markets в августе-ноябре 2015 г.

## БЛИЖНИЙ ВОСТОК

Эмитенты Ближнего Востока выпустили бумаг за январь-октябрь 2015 года на сумму $27.5 млрд. Ливан вернулся на международный рынок с выпуском еврооблигаций на общую сумму в $1.6 млрд. Выпуск был разделен на три части: девятилетний транш на $500 млн со ставкой купона 6.25%, 13-летний транш на $500 млн со ставкой купона 6.65%, и 20-летний транш на $600 млн со ставкой купона 7.05%. Книга заявок составила более $3 млрд. Что примечательно, большую часть спроса обеспечили именно локальные банки, в то время как заявки от иностранных банков и институтов составили всего 10% от общего объема спроса. Бахрейн нанял Arab Banking Corp, BNP Paribas, Citi, HSBC и JP Morgan для планируемого выпуска евробондов, номинированных в долларах США.

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

| № | Инвестиционный банк | Объем, $ млн | Доля рынка | Кол-во эмитентов | Кол-во эмиссий |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | HSBC | 35 078 | 10.60% | 152 | 231 |
| 2 | Citigroup | 34 109 | 10.31% | 124 | 191 |
| 3 | JP Morgan | 27 756 | 8.39% | 101 | 150 |
| 4 | Deutsche Bank | 22 790 | 6.89% | 92 | 144 |
| 5 | Bank of America Merrill Lynch | 20 336 | 6.15% | 76 | 109 |
| 6 | Standard Chartered Bank | 15 078 | 4.56% | 90 | 123 |
| 7 | Barclays | 13 661 | 4.13% | 55 | 81 |
| 8 | Morgan Stanley | 13 554 | 4.10% | 50 | 82 |
| 9 | BNP Paribas | 10 963 | 3.31% | 63 | 77 |
| 10 | Goldman Sachs | 9 340 | 2.82% | 34 | 60 |
| **Итого** | | **202 665** | **61.27%** | | |

Источник: Cbonds.ru

БРАЗИЛИЯ НЕ МОЖЕТ СПРАВИТЬСЯ С КОРПОРАТИВНЫМИ И КОРРУПЦИОННЫМИ СКАНДАЛАМИ, НЕВНЯТНАЯ ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА ЗАГОНЯЕТ СТРАНУ В РЕЦЕССИЮ

## АФРИКА

Африканские эмитенты, в свою очередь, выпустили еврооблигаций на сумму $14.4 млрд, что несколько ниже $17 млрд за аналогичный период прошлого года. Основными заемщиками на этом рынке традиционно выступили суверены. Гана вышла на рынок с еврооблигациями на сумму $1 млрд и стала первой страной из региона тропической Африки (за исключением ЮАР), которая выпустила евробонд со сроком обращения 15 лет. Книга заявок превысила объем сделки более чем в два раза, ставка купона составила 10.75%. Впечатляющую книгу заявок ($7 млрд) собрал десятилетний выпуск Анголы номинальным объемом $1.5 млрд, ставка купона составила 9.5%. После падения цен на сырье суверен — экспортер нефти остро нуждался в новых средствах. Также на рынок выходила Намибия с десятилетним евробондом на $750 млн. Итоговая книга заявок составила $2.1 млрд, ставка купона — 5.25%. Кроме того, о своих планах по привлечению средств с помощью евробондов заявили еще несколько стран: Египет планирует привлечь $1.5 млрд до конца года, Гана планирует привлечь дополнительные $500 млн, Эфиопия надеется разместить десятилетние евробонды на $2 млрд, а Камерун проводит road show евробонда на $1.5 млрд.

## РАЗРЕЗ ПО ВАЛЮТАМ И СЕКТОРАМ

Выпуски в долларах стали популярнее на рынке. За первые десять месяцев 2015 года их доля составила 76.2% в общем объеме, хотя годом ранее она была равна

73%. Выпуски в евро также увеличили свою долю, хотя и незначительно, с 15.2% до 16.2%. Теряют свои позиции выпуски в юанях: их доля в совокупном объеме составила 2.8%, а годом ранее — 4.9%. В разделении по секторам суверенные евробонды заняли около 25.3% от общего объема (см. Таблицу 1).

## РЕНКИНГ ОРГАНИЗАТОРОВ EM

Подводя итоги первых десяти месяцев 2015 года, во-первых, стоит отметить смену лидера в ренкинге организаторов размещений еврооблигаций эмитентов региона emerging markets — с небольшим отрывом им стал банк HSBC, организовавший выпуски бумаг на общую сумму около $35.1 млрд. Таким образом, HSBC занял 10.6% рынка, опередив следующего за ним Citigroup с долей рынка 10.31% и объемом размещения $34.1 млрд. Кроме того, HSBC обогнал Citigroup не только в своем традиционном регионе — Азии, но и в Восточной Европе, а также на Ближнем Востоке. Почетное третье место по версии Cbonds занял банк JP Morgan с квотой $27.8 млрд (8.4% рынка).

## СНГ

Главным событием на рынке СНГ стало возвращение на международный рынок российских эмитентов. «Газпром» и «Норникель» привлекли в октябре более $2 млрд с помощью еврооблигаций. Эти размещения могут стать переломным моментом в отношениях российских компаний с иностранными инвесторами. «Норильский никель», крупнейшая российская добывающая компания, привлекла на международном рынке $1 млрд сроком на семь лет под 6.625%. После практически годового отсутствия «Норильский никель» стал первым крупным российским эмитентом, вышедшим на рынок еврооблигаций в 2015 году. Общий спрос инвесторов на бумаги превысил $4 млрд. Схожая переподписка наблюдалась и при размещении бумаг «Газпрома». С не меньшим успехом эмитент разместил на рынке новый выпуск своих трехлетних еврооблигаций объемом 1 млрд евро со сроком обращения три года и ставкой купона 4.625%. Впервые с прошлой осени на международном рынке капитала открылось окно для новых валютных займов и рефинансирования внешнего долга российскими эмитентами.

Несмотря на нежелание ряда инвесторов участвовать в сделках с активами из России, многие финансовые институты проявляют интерес к компаниям, не входящим в санкционный список. Сбербанк CIB ожидает, что российские компании разместят бонды на $2–3 млрд до конца 2015 года. Так, по данным агентства Reuters, российский Альфа-Банк планирует выйти на рынок международных заимствований до конца года. Как сообщается, срок обращения по бумагам составит три или пять лет, Barclays и UBS могут стать организаторами сделки.

Украина успешно реструктуризировала свои обязательства. Держатели 13 из 14 выпусков суверенных и гарантированных украинским государством еврооблигаций поддержали их реструктуризацию на собраниях в Лондоне, согласия не было получено лишь по еврооблигациям на $3 млрд, выкупленным Российской Федерацией. Согласно договоренности с группой крупнейших держателей суверенных еврооблигаций, Украине списывают 20% долга и продлевают срок всех выпусков еврооблигаций на четыре года. За это суверен заплатит более высокой процентной ставкой по оставшимся 80% долга (7.75% вместо 7.2% в среднем по текущим еврооблигациям) и выпуском нового инструмента (варранта), выплаты по которому привязаны к темпам экономического роста в 2019–2038 годов. Однако предложенный инструмент компенсации очень сложно оценивать, так как не совсем ясно, каковы будут темпы роста экономики, и нет верхней границы выплат по бумагам после 2025 года. Помимо Украины, также провели реструктуризацию своих обязательств российский банк «Русский стандарт», украинские холдинг «Авангард» и Приватбанк.

Подводя итоги первых десяти месяцев 2015 года, стоит отметить, что лидером в ренкинге организаторов размещений еврооблигаций эмитентов региона СНГ стал банк JP Morgan, организовавший выпуски бумаг на общую сумму около $3.35 млрд (см. Таблицу 3). Таким образом, JP Morgan занял 37.1% рынка.

**Таблица 3**
Топ 5 банков – организаторов размещений еврооблигаций Plain Vanilla эмитентов региона СНГ за 10 месяцев 2015 г.

| # | Инвестиционный банк | Объем, $ млн | Доля рынка | Кол-во эмитентов | Кол-во эмиссий |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | JP Morgan | 3 351 | 37.05% | 6 | 7 |
| 2 | Citigroup | 2 533 | 28.00% | 3 | 4 |
| 3 | UniCredit Group | 576 | 6.37% | 2 | 2 |
| 4 | Deutsche Bank | 542 | 5.99% | 2 | 2 |
| 5 | Banca IMI | 376 | 4.16% | 1 | 1 |
| **Сумма:** | | **7 378** | **81.57%** | | |

ГЛАВНЫМ СОБЫТИЕМ НА РЫНКЕ СНГ СТАЛО ВОЗВРАЩЕНИЕ НА МЕЖДУНАРОДНЫЙ РЫНОК РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ