**Павел ГРУДИНКИН,**
эксперт по международным долговым рынкам, Cbonds

# Новые вызовы для emerging markets

Доходности на рынке еврооблигаций emerging markets продолжают снижаться на фоне роста спроса со стороны инвесторов. Это обеспечивает высокую активность в сегменте первичных размещений. Объем новых выпусков с начала года составил $456.5 млрд. Несмотря на положительные настроения на рынке, движение мегарегуляторов в сторону ужесточения монетарной политики заставляет инвесторов принимать на себя все большие риски.

## ВСЕ НИЖЕ И НИЖЕ

Рост процентных ставок традиционно воспринимается как негативный сигнал для развивающихся рынков. Однако, несмотря на то что ФРС трижды повышал ставку с декабря прошлого года, на рынках EM наблюдается положительная динамика. Это связано с тем, что курс доллара рос быстрее, чем американский регулятор поднимал ставку по федеральным фондам. Мощный отток капитала из развивающихся рынков наблюдался в конце прошлого года на фоне ралли по доллару. Однако в 2017 году отток сменился чистым притоком капитала. Согласно данным EPFR Global (Emerging Portfolio Fund Research), приток капитала в фонды облигаций развивающихся рынков с начала года составил около $50 млрд — это лучший показатель с 2014 года. Продолжение глобального ужесточения монетарной политики неизбежно приведет к переоценке инвесторами привлекательности еврооблигаций EM. Однако в текущей ситуации они готовы принять на себя дополнительные риски ради более высоких доходностей.

Из-за высокого спроса доходности еврооблигаций развивающихся рынков продолжали снижаться (см. Рисунок 1). Так, доходности суверенных еврооблигаций Латинской Америки снизились по сравнению с концом первого квартала 2017 года на 27 б.п., СНГ — на 26 б.п., а Азии — на 22 б.п. Индекс CDX.EM Markit, который является индикатором аппетита к риску инвесторов на рынке EM, также продолжил снижение: с 240 б.п. в начале года до 187 б.п. в августе. Текущая ситуация на рынке весьма благоприятная — вопрос в том, как долго она продлится.

## МОЩНАЯ ДИНАМИКА НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ

С начала года эмитентам EM удалось занять на международных рынках рекордную сумму в $456.5 млрд, что на 33% превышает показатель за аналогичный

период прошлого года и на 22.3% — показатель за аналогичный период 2014 года (см. Рисунок 2). Эмитенты выходили на рынок как с целью привлечения дополнительного капитала, так и для рефинансирования текущей задолженности. Темп роста объема новых выпусков замедлился лишь в июле, когда совокупный объем привлечения составил $48.8 млрд — это меньше, чем в июле прошлого года ($57.9 млрд).

Все еще низкие доходности по облигациям развитых рынков стимулируют рост интереса инвесторов к еврооблигациям EM. Это позволяет эмитентам занимать деньги под очень выгодные доходности. В качестве примера можно привести новую эмиссию Ирака, который в августе вышел на рынок второй раз за год после 11-летнего перерыва. Несмотря на спекулятивный рейтинг эмитента B-/B- (S&P/Fitch) и серьезные политические риски, книга заявок на новый выпуск сроком обращения 5.5 лет и объемом $1 млрд собрала $6 млрд, а ориентир доходности в ходе размещения был снижен с 7% до 6.75%.

В региональном разрезе самая высокая активность на первичном рынке во втором квартале 2017 года наблюдалась среди эмитентов азиатского региона — 50.3% от общего объема выпусков. Следом за Азией идут регионы Латинской Америки, Ближнего Востока и СНГ с долями в 14.8%, 11.3% и 8.3% соответственно. На суверенные выпуски пришлось $44.8 млрд, или 23.2% от общего объема новых выпусков. Доля корпоративных и муниципальных выпусков составила 76.8%.

## АРГЕНТИНА ВЫШЛА НА РЫНОК СО 100-ЛЕТНИМ ЕВРОБОНДОМ

Еще в начале прошлого года Аргентина была фактически изолирована от международных рынков капитала. Однако после урегулирования отношений с кредиторами по своему дефолту 2001 года в объеме $80 млрд страна вновь смогла вернуться на международные долговые рынки. В апреле 2016 года Министерство финансов Аргентины заняло рекордную сумму в $16.5 млрд. Этот выпуск был самой крупной эмиссией еврооблигаций EM, пока на рынок не вышла Саудовская Аравия. В этом году Аргентина продолжила свое триумфальное возвращение. В июне она провела успешное размещение своих столетних еврооблигаций. Ранее на рынок с подобным предложением уже выходили министерства финансов развитых стран и отдельные суверенные заемщики EM. Например, в 2015 году

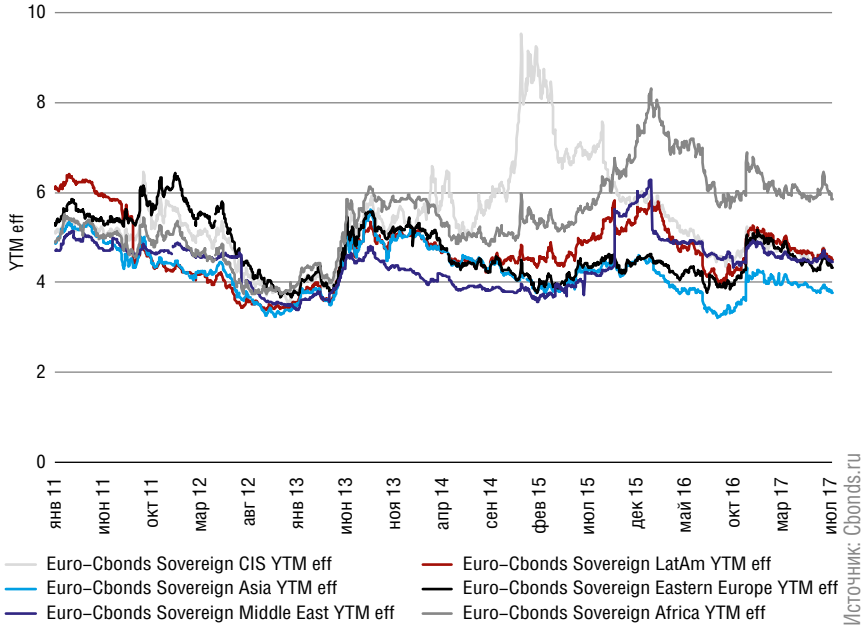
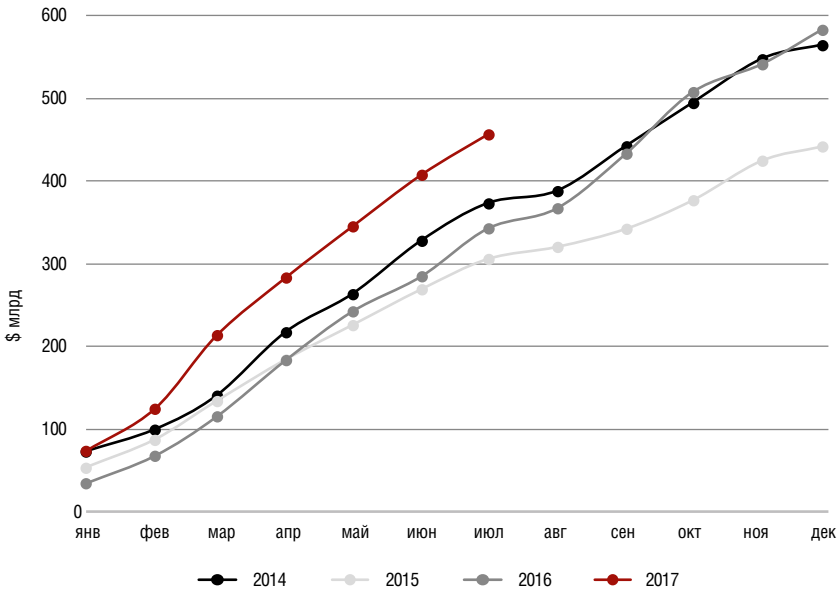


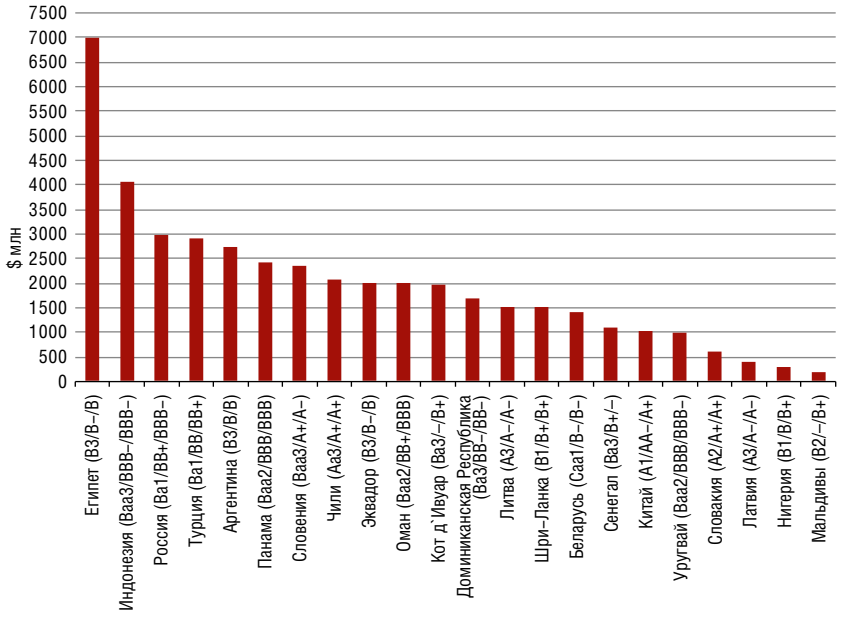

**Рисунок 1**
Динамика доходностей к погашению суверенных еврооблигаций EM, индексы Euro-Cbonds, %

Мексика успешно разместила еврооблигации объемом 1.5 млрд евро с погашением в 2115 году. Однако Аргентина стала первым эмитентом с «мусорным» рейтингом, разместившим столетний выпуск. Эмиссия была размещена одним траншем объемом $2.75 млрд с погашением в 2117 году. Книга заявок была переподписана в три раза, а первоначальный ориентир доходности в 8.25% снижен до 7.9%. Организаторами сделки выступили Citigroup и HSBC.

Несмотря на высокий спрос на новый выпуск, многие инвесторы отнеслись к нему весьма скептически. Главной причиной является высокий уровень бюджетного дефицита страны, кроме того, по мнению инвесторов, сто лет — до-

**Рисунок 2**
Динамика новых выпусков еврооблигаций Plain Vanilla EM в 2014–2017 годах






Источник: Cbonds.ru

**Рисунок 3**
Новые выпуски суверенных еврооблигаций Plain Vanilla EM в мае–июле 2017 года

статочно длительный срок, особенно для правительства, которое допускало дефолт восемь раз с 1827 года.

## ОБЕЩАННОГО ТРИ ГОДА ЖДУТ

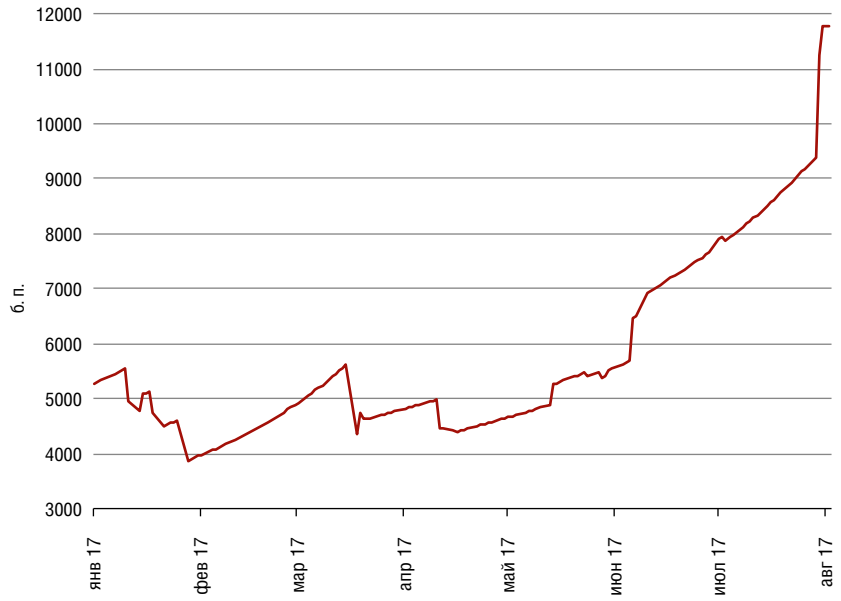
Дефолт Венесуэлы, о котором инвесторы говорят уже несколько лет, становится все более реальным. Глубокий экономический кризис начался в стране еще в 2014 году, однако это не мешало правительству выполнять свои обязательства перед иностранными кредиторами. Президент Венесуэлы Николас Мадуро, опасаясь потери контроля над нефтяным сектором в случае дефолта, сделал своей приоритетной целью поддержание кредитоспособности страны. Основным источником поступления валюты в страну является продажа нефти. В условиях падения мировых цен на энергоносители Венесуэла оказалась в безвыходном положении.

Ситуация усугубилась в начале июня текущего года, когда стало известно, что Венесуэла не смогла погасить кредит России на сумму около $950 млн. Российская сторона пошла навстречу правительству Венесуэлы и начала обсуждение условий реструктуризации долга. В то же время, несмотря на факт дефолта по государственному кредиту, ISDA (International Swap and Derivatives Association) не признала его веским для объявления суверенного дефолта страны.

Сумма погашений и процентных платежей по еврооблигациям Венесуэлы и государственной нефтяной компании Petroleos de Venezuela до конца 2017 года составляет около $5 млрд, пик платежей приходится на октябрь и ноябрь 2017 года. В то же время, согласно данным S&P Global Ratings, общий объем валютных резервов страны составляет только $3 млрд. Единственным источником покрытия данной разницы для страны является выручка от нефтяного экспорта. Ситуация, однако, усугубляется угрозой введения санкций со стороны США, предусматривающих запрет на продажу нефти для Венесуэлы. В случае введения таких санкций дефолт неизбежен.

По оценкам экспертов, внешний долг Венесуэлы составляет около $150 млрд. Таким образом, в случае наступления дефолта он станет одним из крупнейших в истории. Несмотря на то, что многие инвесторы уже успели избавиться от еврооблигаций Венесуэлы, дефолт может стать мощным шоком для всего рынка еврооблигаций EM.

**Рисунок 4**
Динамика 6M CDS Венесуэлы с начала 2017 года




Источники: Cbonds.ru, Interactive Data

## СНГ

Крупнейшим выпуском на рынке еврооблигаций СНГ стал выпуск России. Министерство финансов заявляло о планах выхода на рынок еще в начале года, однако ожидало более выгодных условий. Эмиссия была размещена двумя траншами в $1 млрд и $2 млрд со сроками обращения 10 и 30 лет соответственно. Совокупный спрос для двух траншей составил $6.6 млрд, а ориентир доходности в ходе размещения был снижен с 4.5% до 4.25% для 10-летнего выпуска и с 5.5% до 5.25% для 30-летнего выпуска. Как и в прошлом году, Россия осуществила выпуск, используя национальную финансовую

инфраструктуру. Единственным организатором сделки выступил «ВТБ Капитал».

Еще одним крупным выпуском стал суверенный заем Беларуси. Министерство финансов страны вышло на рынок с целью рефинансирования старых выпусков еврооблигаций с погашением в течение года. Эмиссия была размещена двумя траншами на $0.8 млрд и $0.6 млрд со сроком обращения в 5.5 и 10 лет соответственно. Совокупный спрос для двух траншей составил $3.1 млрд. Организаторами сделки выступили Citigroup и RBI Group.

Несмотря на традиционное снижение активности на первичном рынке в летние месяцы, корпоративные эмитенты СНГ продолжают успешно рефинансировать текущую задолженность. Так, в июне на рынок вышла родительская холдинговая компания VimpelCom Holdings B.V. Эмитент выпустил эмиссию, состоящую из двух траншей объемом $0.6 млрд и $0.9 млрд, со сроком обращения четыре года и семь лет соответственно. Эмиссия пользовалась значительным спросом. В ходе размещения ориентир доходности был снижен с 4.125% до 3.95% для четырехлетнего выпуска и с 5.125% до 4.95% для семилетнего выпуска. Организаторами сделки выступили Barclays, HSBC, ING и JP Morgan. Параллельно эмитент успешно выкупил свои старые выпуски с погашением в 2018, 2021 и 2022 годах на общую сумму в $1.25 млрд.

Несмотря на благоприятную ситуацию, рынок еврооблигаций EM в ближайшем будущем может столкнуться с серьезными вызовами. В этих условиях эмитенты торопятся рефинансировать текущую задолженность. Наметившееся глобальное ужесточение монетарной политики неизбежно приведет к сокращению потока капитала на рынки EM и переоценке рисков инвесторами. О том, какова будет реакция рынка на эти события, станет известно уже в ближайшем будущем.

| Регион | Топ-3 инвестиционных банков | Объем новых выпусков на рынке, $ млн | Количество новых выпусков на рынке |
|---|---|---|---|
| Развивающиеся рынки | Citigroup, HSBC, JP Morgan | 451 841 | 950 |
| Азия | HSBC, Citigroup, Standard Chartered | 215 466 | 532 |
| Латинская Америка | JP Morgan, Citigroup, HSBC | 89 910 | 137 |
| Ближний Восток | Citigroup, HSBC, JP Morgan | 56 913 | 122 |
| Восточная Европа | JP Morgan, BNP Paribas, Citigroup | 34 673 | 53 |
| Африка | Citigroup, JP Morgan, Natixis | 28 315 | 52 |
| СНГ | «ВТБ Капитал», JP Morgan, Citigroup | 26 563 | 54 |

**Таблица 1**
Ренкинг банков — организаторов размещений еврооблигаций EM в первом полугодии 2017 года


# III круглый стол

Инструменты финансовых рынков для корпоративного казначейства

19 октября 2017
Москва
Кортъярд Марриотт Москва Центр

Круглый стол Cbonds, посвященный деятельности корпоративного казначейства на финансовых рынках, стал традиционным местом встречи представителей реального сектора экономики и финансовых институтов. В рамках круглого стола делается акцент на практических вопросах деятельности на долговом и денежном рынках, а также обсуждаются инструменты хеджирования рисков и кредитования. Аудитория круглого стола представлена корпоративными казначеями, руководителями профильных подразделений банков, инвестиционных компаний, инфраструктурных организаций.

Организаторы:

АССОЦИАЦИЯ КОРПОРАТИВНЫХ КАЗНАЧЕЕВ

Генеральные спонсоры:

**Программа:**
Екатерина Гриценко
kate@cbonds.info
+7 (812) 336-97-21 *223

**Спонсорство:**
Мария Беляева
mb@cbonds.info
+7 (812) 336-97-21 *111

**Участие:**
Ксения Арделян
ka@cbonds.info
+7 (812) 336-97-21 *132

www.cbonds-congress.com

Реклама