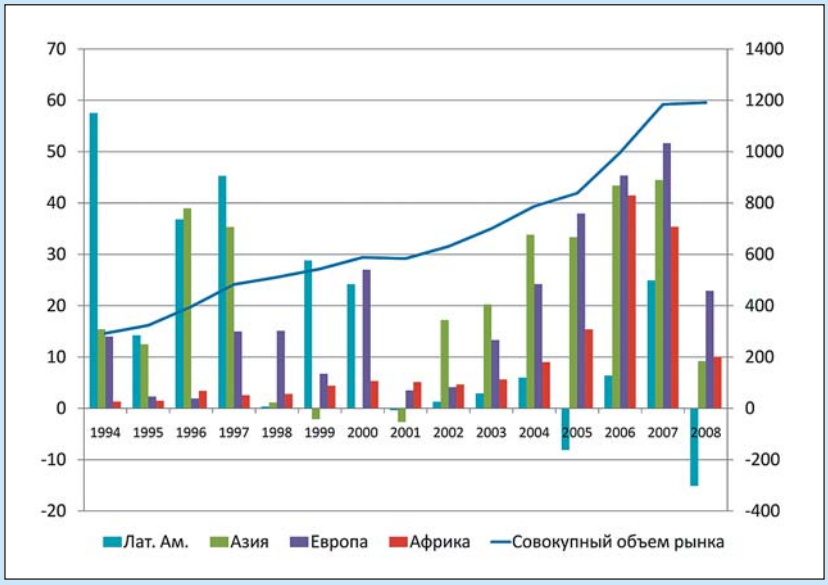
Константин Васильев,
партнер, начальник отдела Cbonds, к.э.н.

Развивающиеся рынки: «НАЗАД К ЕВРОБОНДАМ»

СОВОКУПНЫЙ ОБЪЕМ МИРОВОГО РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ СОСТАВЛЯЕТ ОКОЛО $24 ТРЛН, ИЗ НИХ ЛИШЬ 5% ИЛИ $1,2 ТРЛН ПРИХОДИТСЯ НА РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ (EMERGING MARKETS, EM). НЕСМОТРЯ НА НЕБОЛЬШИЕ В ОТНОСИТЕЛЬНОМ МАСШТАБЕ ОБЪЕМЫ ВНЕШНИХ ЗАИМСТВОВАНИЙ, РЕФИНАНСИРОВАНИЕ ЕВРООБЛИГАЦИОННОГО ДОЛГА СТАЛО СЕРЬЕЗНОЙ ПРОБЛЕМОЙ ДЛЯ МНОГИХ СТРАН В УСЛОВИЯХ КРИЗИСА. ТЕМ НЕ МЕНЕЕ, ИМЕННО ЭТОТ РЫНОК В ТЕКУЩЕЙ СИТУАЦИИ ВНОВЬ СТАНОВИТСЯ ПОПУЛЯРНЫМ У СУВЕРЕННЫХ ЗАЕМЩИКОВ.

Объем рынка еврооблигаций EM на конец 2008 года, по данным Банка международных расчетов (BIS), составил около $1.2 трлн, увеличившись за последние два года на 20%. Для сравнения, развитые рынки растут несколько быстрее — около 30%, а совокупный объем рынков уже почти достиг $21.8 трлн. Те же темпы роста среди стран EM показывают развивающиеся рынки Европы и стран Африки и Ближнего Востока, которые уже практически сравнялись с традиционным лидером среди сегментов EM —рынками еврооблигаций Латинской Америки. Так, чистый объем выпуска новых эмиссий (новые эмиссии за вычетом объема погашений) с 2002 года рос практически линейно по всем рынкам за исключением Латинской Америки, по которой в 2005 и 2008 годах объем погашений превысил объем размещений.

Динамика чистого объема выпуска эмиссий по регионам (лев. ось) и совокупного размера рынка (прав. ось), $ млрд



Ключевое отличие развитых рынков от развивающихся выражается в типе заемщиков на на них. На первых основную роль играют финансовые институты, на вторых до недавнего времени доминировали суверены. Тенденцией последних пяти-шести лет стало движение EM в сторону структуры развитых рынков — финансовые институты активно выходили на рынок еврооблигаций, а суверены использовали накопленные золотовалютные резервы для снижения зависимости от внешних рынков. При этом значительно снизились объемы облигаций Brady, размещавшиеся развивающимися странами взамен более ранних выпусков, по которым был объявлен дефолт (емкость сегмента составляла около $150 млрд). А ряд стран, в том числе Бразилия, Мексика, Колумбия и Венесуэла, либо досрочно выкупали свои внешние долги, либо обменивали их на долги в местной валюте.

Финансовый кризис внес значительные коррективы в данное распределение. Внешние рынки в связи с переоценкой рисков для широкого круга корпораций закрылись, а окна открываются только для суверенов или квазисуверенов. Так, в первом квартале 2009 года суверены EM разместили еврооблигации на $13.5 млрд, квазисуверены — на $7.5 млрд, остальные эмитенты — лишь на $2.5 млрд.

Объем рынков еврооблигаций по регионам и секторам, $ млрд

Регион и сектор	на конец 2008 г.	Доля по региону	Изменение за 2 года	конец 2006 г.	конец 2002 г.	конец 1998 г.
Развивающиеся рынки (65)	1 192.1	5%	20%	997.2	631.2	511.1
в т.ч. Лат. Америка и Карибские о-ва	363.0	30%	4%	349.8	327.0	278.1
в т.ч. суверенные	212.4	58%	-4%	222.0	235.2	192.8
в т.ч. финансовые институты	96.7	27%	21%	80.1	48.3	37.7
в т.ч. корпорации	54.0	15%	13%	47.6	43.5	47.5
в т.ч. Азия	346.8	29%	20%	288.2	154.6	143.6
в т.ч. суверенные	52.1	15%	1%	51.5	35.3	22.3
в т.ч. финансовые институты	207.7	60%	29%	160.5	66.4	71.0
в т.ч. корпорации	87.0	25%	14%	76.2	53.0	50.3
в т.ч. Европа	326.6	27%	32%	247.5	112.4	71.6
в т.ч. суверенные	168.6	52%	12%	150.3	93.2	60.4
в т.ч. финансовые институты	128.5	39%	58%	81.3	13.0	9.8
в т.ч. корпорации	29.5	9%	85%	15.9	6.2	1.5
в т.ч. Африка и Ближний Восток	155.7	13%	39%	111.7	37.2	17.8
в т.ч. суверенные	35.6	23%	12%	31.7	20.9	10.8
в т.ч. финанс. институты	85.6	55%	50%	57.1	9.0	2.4
в т.ч. корпорации	34.5	22%	51%	22.9	7.2	4.5
Развитые страны (27)	21 781.4	91%	31%	16 630.9	8 087.3	3 479.6
в т.ч. суверенные	1 379.2	6%	21%	1 136.2	559.2	423.8
в т.ч. финанс. институты	18 195.3	84%	32%	13 828.7	6 412.8	2 517.6
в т.ч. корпорации	2 206.9	10%	32%	1 666.0	1 115.4	538.2
Оффшорные центры (13)	235.2	1%	15%	204.7	114.7	49.4
Международные организации	657.0	3%	12%	586.8	436.7	371.5
Общий объем рынков еврооблигаций	23 865.7		30%	18 419.6	9 269.9	4 411.6

Источник: BIS Quarterly Review, '03 2009 (www.bis.org)

Ключевые развивающиеся рынки еврооблигаций на конец 2008 года, $ млрд

Страна*	Рынок еврооблигаций	Доля по региону	в т.ч. суверенные	в т.ч. финанс. институты	в т.ч. корпорации	Рынок еврооблигаций, % к ВВП	ВВП (по ППП)	Внешний долг	Золото-валютные резервы	Спред EMBIG, б.п.	Рейтинг (M/S&P/F)
Лат. Америка и Карибские о-ва	363.0		212.4	96.7	54.0					746	
Бразилия	117.8	32%	51.4	54.7	11.8	6%	2 030.0	236.6	197.4	429	Ba1/BBB-/BBB-
Мексика	88.5	24%	40.7	30.3	17.5	6%	1 578.0	181.2	92.0	434	Baa1/BBB+/BBB+
Аргентина	53.8	15%	47.6	2.8	3.5	9%	585.0	135.5	45.9	1 704	B3/B-/RD
Венесуэла	33.7	9%	23.8	1.5	8.4	9%	368.6	48.0	36.4	1 864	B2/BB-/B+
Колумбия	18.6	5%	15.2	1.2	2.2	5%	407.2	41.7	23.7	498	Ba1/BB+/BB+
Перу	10.7	3%	8.1	2.6	0.01	4%	238.9	35.5	31.8	509	Ba1/BBB-/BBB-
Чили	10.2	3%	2.3	0.5	7.5	4%	252.9	64.6	22.0	343	A1/A+/A
Уругвай	8.6	2%	8.5	0.1	–	20%	42.7	11.5	6.3	685	Ba3/BB-/BB-
Азия	346.8		52.1	207.7	87.0					596	
Юж. Корея	108.6	31%	4.2	74.8	29.6	8%	1 278.0	380.5	201.2		A2/A/A+
Китай	44.4	13%	4.2	33.7	6.5	1%	7 800.0	420.8	2 033.0	228	A1/A+/A+
Индия	41.1	12%	–	17.1	24.0	1%	3 319.0	163.8	250.0		Baa3/BBB-/BBB-
Малайзия	32.9	9%	3.7	24.1	5.1	8%	397.5	54.1	104.4	370	A3/A-/A-
Казахстан	32.9	9%	–	30.8	2.1	18%	184.3	103.6	22.4	1 303	Baa2/BBB-/BBB
Филиппины	32.0	9%	22.6	4.5	4.9	10%	327.2	53.5	36.2	546	B1/BB-/BB
Индонезия	24.4	7%	11.2	12.0	1.2	3%	932.1	143.5	51.7	762	Ba3/BB-/BB
Европа	326.6		168.6	128.5	29.5					740	
Россия	140.2	43%	27.8	90.7	21.8	6%	2 225.0	527.1	435.4	805	Baa1/BBB/BBB
Турция	50.7	16%	39.5	10.8	0.3	5%	930.9	294.3	82.8	534	Ba3/BB-/BB-
Польша	44.3	14%	42.3	2.0	–	6%	684.5	227.5	84.5	314	A2/A-/A-
Венгрия	37.4	11%	23.3	12.7	1.3	18%	205.7	144.2	31.0	504	A2/BBB/BBB
Чехия	14.5	4%	7.1	3.7	3.7	5%	273.7	88.7	37.0		A1/A/A+
Украина	11.5	4%	6.6	4.2	0.8	3%	359.9	82.1	31.9	2 771	B1/CCC+/B
Африка и Ближний Восток	155.7		35.6	85.6	34.5					770	
ОАЭ	59.6	38%	3.6	41.5	14.4	32%	186.8	73.7	67.2		Aa2/AA/AA
ЮАР	35.2	23%	7.8	21.4	6.0	7%	506.1	39.7	33.6	562	Baa1/BBB+/BBB+
Израиль	18.8	12%	7.9	4.9	6.0	9%	205.7	91.3	38.7		A1/A/A
Катар	11.6	7%	2.4	3.3	5.9	14%	83.3	48.9	16.8		Aa2/AA-/
Среднее по странам	43.3		17.9	19.4	8.0	9%	1 016.1	147.7	160.5	798.2	
Итого по странам	1 082.2		411.8	486.0	184.4			3 691.7	4 013.1		

** — Выбраны страны с объемом рынка еврооблигаций более $10 млрд*

Источник: BIS Quarterly Review, The Central Intelligence Agency, JP Morgan, Cbonds.ru

Важно отметить, что суверены выходят на рынок даже на новых ценовых уровнях, и книги заявок часто превышают объем предложения в два раза. Это подтверждает восстановление интереса инвесторов к рисковым активам, что является значимой поддержкой для всего рынка еврооблигаций. Финансовые институты также вносят свою лепту в поддержку имиджа в глазах инвесторов, проводя операции досрочного выкупа. Так, например, практически все российские банки выкупают свои краткосрочные облигации на открытом рынке или в режиме частных сделок. Новости о выкупах еврооблигаций положительно влияют на рынок, так как свидетельствуют о наличии у банков свободных средств, хорошем состоянии их балансов и являются показателем того, что банки активно занимаются управлением ликвидностью. Определенную поддержку рынку оказывает и значительно возросший спрос со стороны резидентов — инвестиции в краткосрочные квазисуверенные еврооблигации стали практически основной торговой идеей в первом квартале 2009 года.

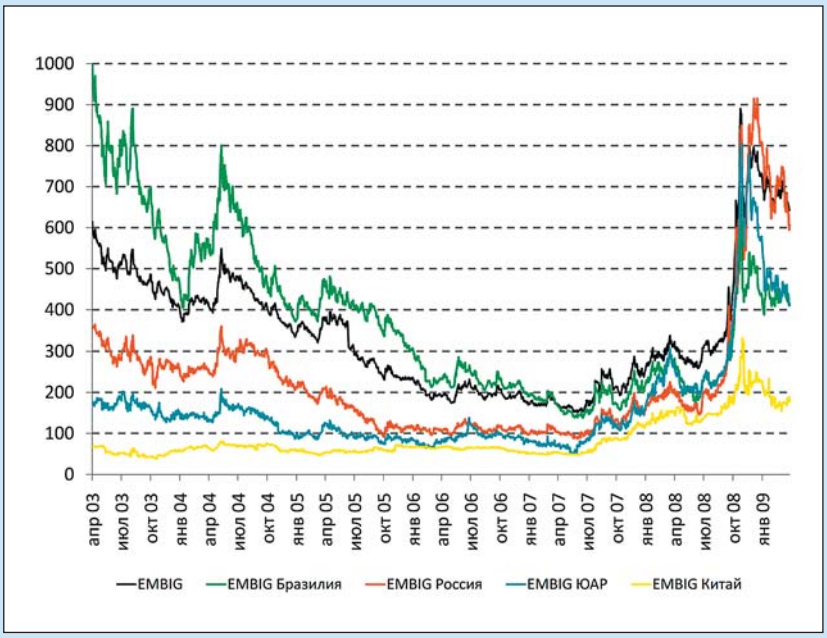
Несмотря на достаточно широкий круг участников (около 65 стран), более 90% от общего объема рынка еврооблигаций ЕМ приходится в на 25 ключевых рынков с объемом каждого более $10 млрд. На каждый из четырех регионов в среднем приходится по шесть ключевых рынков. Причем в каждой группе есть свой лидер с долей рынка более 30%. Трое из них — рынки с объемом бондов в обращении более $100 млрд — Россия, Бразилия и Южная Корея.

Отметим, что ключевые рынки в большинстве своем имеют значительные ЗВР и страновой рейтинг инвестиционного уровня или близкого к таковому. Но есть и исключения — Аргентина, Венесуэла, Украина. Спреды по данным рынкам близки или превышают 20 п.п.

Емкость рынков еврооблигаций в относительном выражении — по отношению к ВВП — достаточно стабильна по ЕМ и составляет около 9%. Резко выделяются от средних показателей с учетом рейтингов ниже уровня А рынки Казахстана, Уругвая, Венгрии и Филиппин — за это, плюс превышение ЗВР внешним долгом, многие из них поплатились более существенным расширением спредов во время кризиса и снижением кредитных рейтингов.

В целом по рынку показатели далеки от критических, и можно ожидать выправление рынка с «минимальными потерями».

Динамика спредов EMBIG по ключевым развивающимся рынкам



Хотя по некоторым странам, судя по котировкам CDS, инвесторы не исключают и дефолты — например, по Украине, Аргентине, Венесуэле и Эквадору.

Спреды между доходностью еврооблигаций развивающихся рынков и американскими государственными облигациями достаточно стабильно снижались с 2002 года до минимума летом 2007 года, когда спред по индексу EMBIG опустился ниже 200 б.п. Но политика высоких мировых процентных ставок завершилась, и доходности по базовым активам, начиная с этого периода, снизились с 5% до 2%, что отразилось и в росте спредов за данный период.

Взрывным ростом на 500–600 пунктов спреды обязаны массовому бегству из рисковых активов на фоне всеобщего финансового кризиса и переоценки рисков. Паника приостановилась лишь в январе 2009 года, и только тогда на рынке началось тестирование новых ценовых уровней.

Отметим, что в связи с нестабильностью местных валютных курсов на развивающихся рынках и лучшей защищенностью инвесторов на рынке еврооблигаций по сравнению с местными рынками, еврооблигации, с одной стороны, вновь становятся привлекательным инструментом для инвестирования и одной из немногих альтернатив по заимствованию значительных средств для суверенных и квазисуверенных эмитентов, с другой стороны. Это, возможно, приостановит последнюю тенденцию по замещению внешних заимствований внутренними.