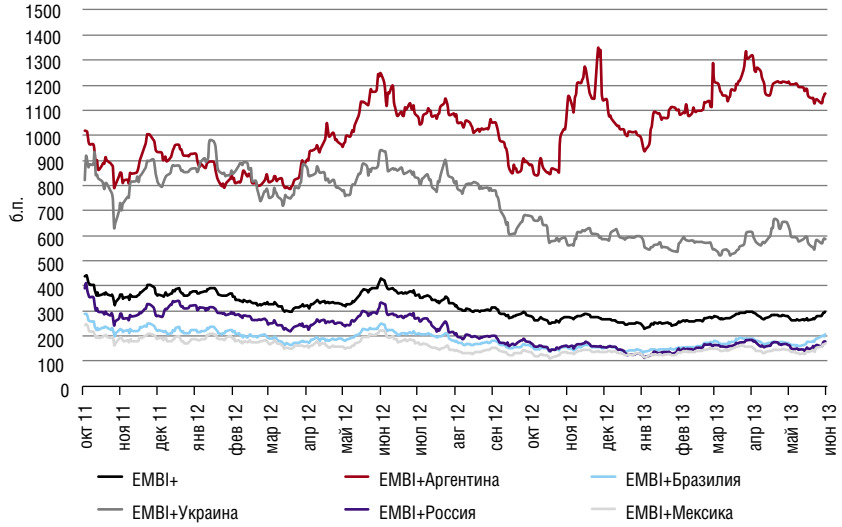
Евгений ПУНДРОВСКИЙ

Пускаем пузыри

Апрельская тенденция, связанная с рекордными объемами выпусков еврооблигаций, продолжилась и в мае с размещением бразильской компании Petrobras на $11 млрд, которое оказалось самым крупным на развивающихся рынках за всю историю emerging markets (EM). Кроме того, международные инвесторы активно скупали высокодоходные облигации стран с развивающейся экономикой, чтобы компенсировать отсутствие доходов с развитых рынков. Теперь эксперты опасаются формирования пузыря на облигациях EM.

В мае спред индекса EMBI+ продолжил снижение и показал минимальное за три месяца значение в 262 б.п., но во второй половине месяца этот тренд сменился ростом. Причиной этого стало выступление председателя ФРС США Бена Бернанке, в котором он высказался за возможное снижение объемов QE по итогам одного из предстоящих заседаний. В то же время глава Банка Японии Х. Курода заявил о готовности проводить гибкую политику в отношении объемов QE на фоне растущей доходности японских госбумаг (с 0.44% в начале апреля до 0.88%). Несмотря на утверждения Бернанке, некоторые члены FOMC (глава ФРБ Нью-Йорка У. Дадли и глава ФРБ Сент-Луиса Дж. Буллард) высказались за сохранение QE до конца 2013 года. Несогласованность позиций членов ФРС привела к тому, что доходность UST 10 составила 2.16% на закрытии торгов в пятницу 31 мая.

Рисунок 1
Спреды EMBI+ по странам emerging markets



EMERGING MARKETS

В прошлом месяце на рынках развивающихся стран почти каждое новое размещение было встречено ненасытным спросом. Многие эмитенты спешили воспользоваться периодом низких доходностей и рефинансировать существующий долг под более привлекательную ставку. В мае и апреле инвесторы охотно скупали бумаги таких заемщиков. В других условиях этим компаниям, скорее всего, не удалось бы выйти на рынок евробондов. Однако даже представители инвестбанков — организаторов размещений уже начали высказывать опасения относительно того, что рынок перегрет: управляющие фондами покупали любые ценные бумаги, которые все еще предлагают хоть какую-нибудь доходность, независимо от уровня риска.

Эмиссия	Дата размещения	Дата погашения	Объем, млн	Валюта	Ставка купона, %	Рейтинги (M/SP/F)	Букраннеры
Slovenia, 2018	02.05.2013	10.05.2018	1 000	USD	4.750	Ba1/A–/A–	BNP Paribas, Deutsche Bank, JP Morgan
Slovenia, 2023	02.05.2013	10.05.2023	2 500	USD	5.850	Ba1/A–/A–	BNP Paribas, Deutsche Bank, JP Morgan
BRAZIL, 2023	09.05.2013	05.01.2023	800	USD	2.625	Baa2/BBB/BBB	Citigroup, Barclays Capital
Morocco, 2022	22.05.2013	12.11.2022	500	USD	4.250	–	Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Natixis
Morocco, 2042	22.05.2013	12.11.2042	250	USD	5.500	–	Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Natixis
Egypt, 2014	28.05.2013	28.11.2014	2 700	USD	4.250	Caa1/B/B	HSBC, QNB

Таблица 1
Новые выпуски суверенных еврооблигаций emerging markets в мае

Примерами погони за высокими доходностями могут служить дебютные выпуски долларовых евробондов Руанды на $400 млн в апреле и первый выпуск аналогичных бумаг Гондураса в марте. Несмотря на существенные риски и крайне низкие рейтинги (или отсутствие таковых), в мае инвесторы раскупали, как горячие пирожки, евробонды таких стран, как Монголия, Ангола, Белоруссия, Египет и Танзания.

«В течение следующих пяти лет многие из них рухнут», — признал представитель одного из банков. Другой высокопоставленный банкир заявил, что его компания отказалась от участия в размещении гособлигаций Руанды, поскольку «просто не могла смотреть инвесторам в глаза и убеждать их в том, что это удачная сделка».

Председатель Федеральной резервной системы США Бен Бернанке недавно предупредил, что низкие процентные ставки стали поощрять инвесторов на принятие чрезмерных рисков. Самый яркий пример таких пузырей, по его словам, следует искать в облигациях стран с развивающимися рынками, где даже самое сомнительное размещение проходило весьма успешно.

Высокий спрос отчасти обусловлен значительным улучшением экономик в развивающемся мире. Многие страны в настоящее время имеют инвестиционный рейтинг, при этом их финансовые системы и экономики сильнее, чем в развитых странах.

Но с другой стороны, агрессивное ослабление денежно-кредитной политики западными центральными банками дало импульс этому росту с помощью программ, которые не только наполнили карманы инвесторов ликвидностью, но и снизили доходности на традиционных рынках. Это подстегнуло инвесторов искать более высокую прибыль на emerging markets.

Доходность облигаций наиболее популярных из развивающихся стран, таких как Мексика, Бразилия, Россия и Турция, упали в последние годы и в настоящее время не намного выше стабильных облигаций на Западе.

Merrill Lynch отмечает, что из $19.4 трлн государственных облигаций на мировом рынке почти половина сейчас торгуется с доходностью ниже 1%. Это, в свою очередь, заставляет инвесторов идти во все более непонятные развивающиеся рынки и толкает такие страны, как Гондурас, Монголия и Гана, на дебютные выпуски еврооблигаций.

Опасения по поводу потенциального пузыря касаются в основном так называемого рынка облигаций в «твердой валюте», где ценные бумаги преимущественно выражены в долларах США.

Облигации, выпущенные в иностранной валюте, защищены от повышенной инфляции и нестабильных валют, которые часто сопровождают развивающиеся экономики. Доходности внутренних облигаций также упали до рекордно низкого уровня во многих странах, но стоимость заимствования в долларах США находилась в последнее время на исключительно низком уровне.

Существуют два основных риска для валютных облигаций: что глобальные процентные ставки вырастут и снизят стоимость «мусорных» облигаций, выпущенных под низкий процент, и что некоторые страны окажутся не в состоянии погасить долг, когда истечет срок облигаций.

Первый риск дал о себе знать уже в последнюю неделю мая, когда доходность 10-летних казначейских бумаг США выросла до 2.16%. Это сразу же сказалось на размещениях облигаций из развивающихся рынков: большинство эмитентов переключились на другие валюты, не желая платить более высокую премию, а в Азии не состоялось ни единого размещения в долларах США за последнюю неделю прошлого месяца.

НИЗКИЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ СТАЛИ ПООЩРЯТЬ ИНВЕСТОРОВ НА ПРИНЯТИЕ ЧРЕЗМЕРНЫХ РИСКОВ. САМЫЙ ЯРКИЙ ПРИМЕР ТАКИХ ПУЗЫРЕЙ СЛЕДУЕТ ИСКАТЬ В ОБЛИГАЦИЯХ СТРАН С РАЗВИВАЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ

Таблица 2
Выпуск еврооблигаций Petrobras из шести траншей

Эмиссия	Дата погашения	Объем, млн	Валюта	Ставка купона	Рейтинги (M/SP/F)	Букраннеры
Petrobras, 2016	20.05.2016	1 250	USD	2.000%	A3/BBB/BBB	Bank of America Merrill Lynch, Banco do Brasil, Citigroup, HSBC, Itau, JP Morgan, Morgan Stanley
Petrobras, 2016	20.05.2016	1 000	USD	3m Libor + 1.62%		
Petrobras, 2019	15.01.2019	2 000	USD	3.000%		
Petrobras, 2019	15.01.2019	1 500	USD	3m Libor + 2.14%		
Petrobras, 2023	20.05.2023	3 500	USD	4.375%		
Petrobras, 2043	20.05.2043	1 750	USD	5.625%		

Эмиссия	Дата размещения	Дата погашения	Объем, млн	Валюта	Ставка купона, %	Рейтинги (M/SP/F)	Букраннеры
«Укрлендфарминг», 2018	14.05.2013	26.03.2018	150	USD	10.875	–/B–/B	Сбербанк CIB, Deutsche Bank
«Укрзализныця», 2018	14.05.2013	21.05.2018	500	USD	9.500	–/B–/B–	Barclays, Morgan Stanley, Sberbank CIB
FESCO, 2018	14.05.2013	02.05.2018	50	USD	8.000	–/BB–/B+	Goldman Sachs, ING, RBI
FESCO, 2020	15.05.2013	02.05.2020	25	USD	8.750	–/BB–/B+	Goldman Sachs, ING, RBI
Gunvor Group, 2018	14.05.2013	21.05.2018	500	USD	5.875	–/–/–	Credit Suisse, Goldman Sachs, ING, Societe Generale
Сбербанк России (ОАО), 2023 (LPN16)	16.05.2013	23.05.2018	1 000	USD	5.250	Baa1/–/BBB	BNP Paribas, JP Morgan, UBS, Sberbank CIB
МТС, 2023 (LPN)	22.05.2013	30.05.2023	500	USD	5.000	Ba2/BB/BB+	Gazprombank, JP Morgan, RBS
«КазАгро», 2023	17.05.2013	24.05.2023	1 000	USD	4.625	–/BBB+/BBB	HSBC, JP Morgan
«Ренессанс Кредит», 2016 (LPN)	22.05.2013	31.05.2016	350	USD	7.750	B2/B/B	Goldman Sachs, RBI, Sberbank CIB

Таблица 3
Новые выпуски еврооблигаций в мае, СНГ

Тем не менее агрессивная программа количественного смягчения Центрального банка Японии может дать приостановленному ралли новый ход. Хотя рост ставок в развитых экономиках продолжается, многие инвесторы и аналитики предсказывают, что покупки облигаций Банка Японии вынудят японских институциональных инвесторов присоединиться к международному поиску высоких доходностей.

Повышающаяся доходность US Treasuries остается отрицательным фактором для облигаций emerging markets, однако их средний спред к американским гособлигациям все еще существенно больше докризисного уровня — 296 б.п. против 151 б.п. до кризиса. Многие инвесторы считают, что этот спред должен сузиться.

Вместе с тем даже ярые скептики признают, что облигации EM продолжат пользоваться значительным спросом до тех пор, пока центральные банки таких стран, как США, продолжают использовать инструменты монетарного смягчения.

ВОПРЕКИ ОБЩЕЙ ТЕНДЕНЦИИ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ АКТИВНОСТЬ ЗАЕМЩИКОВ ИЗ СТРАН СНГ УПАЛА В МАЕ ДО МИНИМАЛЬНЫХ ЗНАЧЕНИЙ С АВГУСТА 2012 ГОДА

PETROBRAS VS APPLE

Майский выпуск еврооблигаций бразильской компании Petrobras на $11 млрд установил рекорд и стал самым крупным на развивающихся рынках за всю историю. Это само по себе уже достаточно впечатляюще, но книга заявок на $43 млрд оставила у организаторов уверенность, что инвесторы могли купить даже больше. Та легкость, с которой рынок поглотил этот выпуск, изумляет. «Несколько лет назад большие суперсделки происходили на таких рынках, как Катар. При этом всех, кто пытался разместиться в то же время, просто выкидывали с рынка», — прокомментировал банкир из EM. Выпуск Petrobras в шесть траншей является еще и девятым по размеру среди нефинансовых заемщиков в общемировом рейтинге, по данным Dealogic.

Несколько банкиров, работавших над сделкой, были уверены, что эмитент смог бы привлечь больше денег инвесторов: «Книга заявок Petrobras была очень сильной, все голубые фишки среди инвесторов участвовали в размещении. Эта сделка — новая ступень не только для Бразилии, но и для развивающихся рынков в целом. Факт того, что бумаги торгуются выше цены размещения, доказывает, что рынок может поглотить такой объем без проблем для остальных заемщиков». Если бы совет директоров Petrobras не установил ограничение в $11 млрд, то, возможно, выпуск смог бы приблизиться к недавней сделке Apple на $17 млрд, которая стала самым большим корпоративным размещением в мире за всю историю. Спрос на бумаги Apple составил вполне сравнимые $56 млрд, хотя в данном случае речь идет о заемщике из США с гораздо более высоким инвестиционным рейтингом (Aa1/AA+/A+).

СНГ

Вопреки общей тенденции EM активность заемщиков из стран СНГ упала в мае до минимальных значений с августа 2012 года. В начале месяца сказались длительные выходные, во время которых прошли только размещения еврокоммерческих бумаг Сбербанка и ВТБ, а в последнюю неделю мая заемщики не рисковали выходить на рынок из-за высокой стоимости фондирования, обусловленной ростом доходности гособлигаций США. Тем не менее де-факто за две недели активности суммарный объем эмиссий составил $4.16 млрд, из которых почти половину составили два выпуска Сбербанка и «Казагро».

Сбербанк разместил 10-летние субординированные еврооблигации по новым правилам объемом $1 млрд под 5.25% годовых. BNP Paribas, JP Morgan, UBS и Sberbank CIB в роли организаторов смогли привлечь более $2 млрд спроса. Казахстанский агрохолдинг «КазАгро» привлек $1 млрд на 10 лет под 4.625%. Финальная книга заявок составила $3.3 млрд от более чем 200 инвесторов. HSBC и JP Morgan выступили букраннерами, ATF Finance стал локальным менеджером сделки. Размещение «КазАгро» является первым за всю историю Казахстана выпуском эмитента не из финансового, нефтегазового, энергетического или металлургического секторов.