Евгений ПУНДРОВСКИЙ

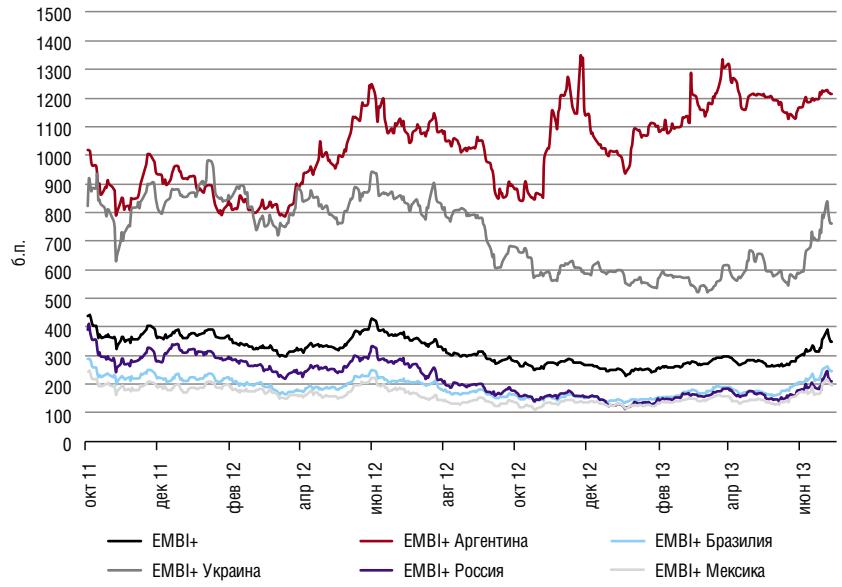
Вручение премий

В июле участники рынка смирились с неизбежностью сворачивания QE3, и рынок первичных размещений вновь открылся после масштабной распродажи. Однако заемщикам теперь приходится платить больше, а инвесторы все еще очень осторожны. Каждая июльская сделка оценивалась рынком весьма критично и проходила с премией до 100 б.п. к текущему рынку.

Итоговое значение спреда по индексу EMBI+ за месяц практически не изменилось, составив 330 б.п. в конце июля против 336 б.п. в начале. Регуляторы как могли успокаивали рынки после июньской паники: выступая 17–18 июля в конгрессе и сенате США, Бен Бернанке в очередной раз подтвердил намерение ФРС плавно снижать объемы выкупа активов, сохраняя ультрамягкую денежно-кредитную политику. Однако он также указал, что у ФРС нет заранее составленного плана по сворачиванию программы QE3 и сокращение стимулирующих мер в США может быть отложено. Несмотря на увеличение числа рабочих мест, согласно отчету Минтруда, умеренно высокий уровень безработицы (7.6%) не позволяет говорить о явном восстановлении рынка труда. Представители финансового рынка позитивно восприняли слова Бернанке, снявшие их опасения по поводу отказа от QE3 уже в 2013 году. Спред индекса EMBI+ опускался до 306 б.п. во время выступлений председателя ФРС, а доходность UST10 в июле продемонстрировала относительную стабильность — она колебалась на уровне 2.5–2.6% годовых. Российские евробонды на фоне роста цен на нефть продолжают оставаться привлекательными для инвесторов. Доходность RUSSIA-30 за месяц снизилась на 17б б.п., до 4.00%, а спред EMBI+ Россия составил 186 б.п. (–21 б. п.).

Неустойчивость в еврозоне в силу рецессионных процессов во многих странах обусловила выделение очередного транша помощи Греции в июле объемом 3 млрд евро. Кроме того, Марио Драги подтвердил намерения ЕЦБ со-

Рисунок 1
Спреды EMBI+ по странам emerging markets



Эмиссия	Дата размещения	Дата погашения	Объем, млн	Валюта	Ставка купона, %	Рейтинги (M/SP/F)	Букраннеры
Нигерия, 2018	02.07.2013	12.07.2018	500	USD	5.125	Ba3/BB–/BB–	Deutsche Bank, Citigroup
Нигерия, 2023	02.07.2013	12.07.2023	500	USD	6.375	Ba3/BB–/BB–	Deutsche Bank, Citigroup
Египет, 2016	01.07.2013	01.07.2016	1 000	USD	3.500	Caa1/B/B	HSBC, QNB
Индонезия, 2023–2	10.07.2013	17.10.2023	1 000	USD	5.375	Baa3/BB+/BBB–	Standard Chartered, JP Morgan, Barclays Capital
Бахрейн, 2023	24.07.2013	01.08.2023	1 500	USD	6.125	Baa1/BBB/BBB	BNP Paribas, Citigroup, Gulf International, JP Morgan
Гана, 2023	25.07.2013	07.08.2023	750	USD	7.875	B1/B/B+	Barclays, Citigroup
Мексика, 2016, JPY	30.07.2013	08.08.2016	48 600	JPY	1.16%	Baa1//A–	Daiwa,Mizuho, Nomura
Мексика, 2018, JPY	30.07.2013	08.08.2018	15 000	JPY	1.39%	Baa1//A–	Daiwa,Mizuho, Nomura
Мексика, 2019–2, JPY	30.07.2013	08.08.2019	17 000	JPY	1.54%	Baa1//A–	Daiwa,Mizuho, Nomura
Бермудские острова, 2024	31.07.2013	06.02.2024	750	USD	4.854%	Aa3/AA–/AA–	Barclays Capital, JP Morgan
Тунис, 2023, JPY	31.07.2013	07.08.2023	22 400	JPY	2.04%	Ba2//BB+	Daiwa, Mitsubishi UFJ

Таблица 1
Новые выпуски суверенных еврооблигаций emerging markets в июле

хранять стимулирующую монетарную политику столько, сколько потребуется.

Локомотив Азиатского региона — экономика Китая продемонстрировала неуклонное снижение темпов роста. Министр финансов Поднебесной во время визита в США заявил о том, что план роста китайской экономики на 2013 год (+7.5%) едва ли достижим. Рынкам следует ориентироваться на показатель роста ВВП + 7.0% на текущий год и 6.5% — в среднесрочной перспективе. В свою очередь, снижение показателей будет компенсировано ставкой Китая на проведение структурных экономических реформ, таких как строительство железных дорог, и снижение налоговой нагрузки на малый бизнес.

EMERGING MARKETS

Первичный рынок EM в июле вновь показал признаки жизни: объем эмиссий из развивающихся стран превысил $20 млрд, что впятеро больше, чем месяцем ранее. На фоне стабильной конъюнктуры в последние пару недель июля многие эмитенты вышли на рынок с новыми и отложенными ранее размещениями. Правда, эту активность вряд ли можно назвать бурной. Стоимость новых заимствований заметно возросла, и не все заемщики решаются вернуться на рынок. Те доходности, на которые они рассчитывали несколько недель назад, теперь недостижимы и вряд ли восстановятся в ближайшем будущем, даже если опасения по поводу сокращения QE угаснут. Однако, несмотря на продолжающийся рост стоимости фондирования, инвестбанкирам было нелегко уговорить эмитентов из EM выпускать облигации уже сейчас. В июле новые размещения стартовали с большими дисконтами по бумагам и премиями к рынку в 50–60 б.п.

Первым, кто открыл рынок в июле, стала Нигерия, которая разместила $1 млрд с премией в 60 б.п. Высокая волатильность казначейских бумаг США вызвала движения в доходностях обращающихся облигаций Нигерии, на которые ориентировались организаторы. Тем не менее высокая премия привлекла $4 млрд спроса на бумаги суверена с рейтингом ниже инвестиционного (Ba3/BB–/BB–). Облигации были выпущены в два транша: 4.5-летний выпуск объемом $500 млн и купоном 5.125% разместился по цене 98.19% от номинала; 10-летний выпуск такого же объема и с купоном 6.375% разместился по цене 98.17% от номинала.

Другой суверен из Африки также привлек внимание инвесторов в июле. После переноса сделки и долгого ожидания Гана наконец разместила бумаги с погашением в 2023 году. Выпуск объемом $750 млн собрал книгу заявок в $2 млрд, предложив доходность в 8% годовых. Ориентиром во время эмиссии служили собственные бумаги Ганы с погашением в 2017 году и недавно размещенный выпуск Нигерии. Рейтинг Ганы (B1/B/

В ИЮЛЕ ОБЪЕМ ЭМИССИЙ ИЗ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН ПРЕВЫСИЛ $20 МЛРД, ЧТО ВПЯТЕРО БОЛЬШЕ, ЧЕМ МЕСЯЦЕМ РАНЕЕ

Таблица 2
Выпуск еврооблигаций Pemex из четырех траншей

Эмиссия	Дата размещения	Дата погашения	Объем, млн	Валюта	Ставка купона	Рейтинги (M/SP/F)	Букраннеры
Pemex, 2018–2, FRN	11.07.2013	18.07.2018	500	USD	3m LIBOR + 202bps	Baa1/BBB/BBB	Banco Santander, Barclays Capital, Morgan Stanley
Pemex, 2018–3	11.07.2013	18.07.2018	1 000	USD	3.500%		
Pemex, 2024	11.07.2013	18.01.2024	1 000	USD	4.875%		
Pemex, 2041–3	11.07.2013	02.06.2041	500	USD	6.500%		

B+) на ступень ниже, чем у Нигерии, поэтому однозначно оценить премию к рынку было невозможно. Однако премия в 230 б.п. к выпуску Нигерии и переподписанная почти в три раза книга заявок при большом объеме выпуска говорят об успешном размещении. Изначально объявленный купон в 8.5% в итоге был снижен до 7.875%, хотя финальная цена и составила 99.151% (что соответствует доходности при размещении 8% годовых).

В условиях неопределенности относительно продолжения QE3 инвесторы просят значительные премии, даже для эмитентов с инвестиционным рейтингом. Во время июльских road show покупатели ожидали премию в 50–60 б.п. Самый яркий тому пример — это премия по меньшей мере в 50 б.п. по выпуску облигаций Индонезии на $1 млрд в середине июля. В этот раз ориентиром послужил уже обращающийся выпуск Индонезии с погашением в 2023 году, который торговался по цене 88% от номинала и доходностью 5% годовых. Суверен с инвестиционным рейтингом Baa3/BB+/BBB– предложил максимальную доходность с января 2010 года, разместив новый 10-летний выпуск под 5.45% годовых.

Инвесторы рассчитывают на премию к рынку, потому что должны застраховать себя от роста доходностей UST. По словам банкира, участвовавшего в размещении Бахрейна, премия в 50 б.п. может покрыть риск роста ставок только на 4–6 месяцев, поэтому она вполне справедлива.

Азиатская корпорация Korea Gas с инвестиционным рейтингом A1/A+/AA– начала размещение своих пятилетних бумаг с премией к рынку в 35 б.п. Однако книга заявок в $6 млрд на эмиссию объемом $500 млн позволила в итоге снизить премию до 13 б.п. В то же самое время Бахрейн, рейтинг которого Baa1/BBB/BBB, предложил премию в 50–67 б.п. по своему новому выпуску. Десятилетние бумаги объемом $1.5 млрд привлекли более $8 млрд спроса и были размещены с купоном 6.125%, что соответствует финальной премии в 30 б.п.

Пожалуй, самым исключительным июльским размещением можно назвать выпуск мексиканской нефтяной компанией Pemex (Baa1/BBB/BBB) еврооблигаций на $3 млрд. После того как рынок был шокирован необычно высокой доходностью по облигациям Индонезии, организаторы думали даже отложить сделку Pemex. Однако накануне на рынке вновь появились позитивные настроения после заявления главы ФРС, который сказал, что сворачивание стимулирующих мер в США может быть отложено. В итоге размещение оказалось очень удачным, а совокупный спрос на бумаги Pemex превысил $12 млрд. Помимо двух пятилетних и одного десятилетнего траншей, эмитент также доразместил $500 млн уже обращающихся облигаций с погашением в 2041 году. Наибольший интерес вызвал пятилетний транш объемом $1 млрд с плавающей ставкой купона (3m LIBOR + 202 б.п.), так как многие инвесторы ожидают повышения доходности UST. Премия по облигациям Pemex составила от 15 до 18 б.п. среди всех траншей, что крайне удачно на фоне остальных июльских выпусков.

Однако успех Pemex был омрачен южноафриканской золотодобывающей компанией AngloGold Ashanti, которая начала ценообразование своих семилетних облигаций со 100 б.п. премии к рынку. Уже обращающиеся облигации компании с погашением в 2020 году торговались на уровне 7.5% перед началом размещения, в то время как начальная цена на новый выпуск была объявлена в диапазоне 8.50–8.75%. Некоторые из участников рынка назвали такие уровни доходностей «сумасшедшими». В то же время агентство Standard & Poor's накануне понизило рейтинг AngloGold ниже инвестиционного уровня (BB+), а прогноз от Moody's все еще «негативный» при текущем инвестиционном рейтинге (Baa3). Понижение рейтинга

САМЫМ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНЫМ ИЮЛЬСКИМ РАЗМЕЩЕНИЕМ МОЖНО НАЗВАТЬ ВЫПУСК МЕКСИКАНСКОЙ НЕФТЯНОЙ КОМПАНИЕЙ PEMEX ЕВРООБЛИГАЦИЙ НА $3 МЛРД

Таблица 3
Новые выпуски еврооблигаций в июле, СНГ

Эмиссия	Дата размещения	Дата погашения	Объем, млн	Валюта	Ставка купона, %	Рейтинги (M/SP/F)	Букраннеры
Банк «Русский Стандарт», 2024 (LPN)	10.07.2013	17.01.2024	200	USD	11.500	Ba3/B+/B+	Goldman Sachs, HSBC
Газпромбанк, 2020 (LPN)	17.07.2013	17.07.2020	400	USD	6.500	Baa3/BBB–/BBB–	Otkritie
«Газпром», 2018–3 (LPN32), EUR	17.07.2013	27.07.2018	900	EUR	3.700	Baa1/BBB/BBB	BAML, Deutsche Bank, Gazprombank, JP Morgan
Россельхозбанк, 2018–2 (LPN)	18.07.2013	25.07.2018	800	USD	5.100	Baa3/–/BBB	JP Morgan, RBS, VTB Capital
SovCo Capital Partners B.V., 2016	19.07.2013	25.07.2016	1 000	RUB	16.000	–/–/–	Sberbank CIB

было вызвано падением цен на золото, увеличением стоимости его добычи и конфликтами с профсоюзами. Учитывая тот фактор, что $733 млн из привлеченных средств эмитент собирался потратить на выкуп уже обращающихся конвертируемых облигаций, срок которых истекает в следующем году, можно сказать, что высокая доходность была оправданна. В итоге, собрав $3.8 млрд спроса, AngloGold смог привлечь $1.25 млрд под 8.5%, что гораздо выше изначально планировавшихся $750 млн.

СНГ

В июле президент РФ Владимир Путин подписал закон, согласно которому становится бессрочным освобождение от налогообложения процентов по еврооблигациям, выпущенным российскими эмитентами через SPV. Сейчас российские эмитенты освобождены от обязанностей налогового агента по налогу на прибыль в части процентных выплат держателям обращающихся облигаций, зарегистрированным в странах, с которыми Россия подписала договор или соглашение об избежании двойного налогообложения. Но это освобождение носит временный характер, поскольку распространяется на евробонды, выпущенные с 1 января 2007 года по 1 января 2014 года. Законом предлагается снять ограничение по 2014 году, то есть сделать льготу бессрочной.

Россия, скорее всего, проведет осенью небольшое road show перед выпуском суверенных евробондов, сообщил журналистам министр финансов Антон Силуанов. РФ планирует разместить в текущем году суверенные облигации на $7 млрд. Ранее представитель Минфина заявлял, что не видит срочной необходимости размещения суверенных евробондов РФ, так как главным критерием для выбора даты размещения станут благоприятные условия на рынке.

Тем временем Казахстан нанял Citigroup, HSBC и JP Morgan в качестве организаторов суверенного выпуска еврооблигаций. Планируемый объем заимствования составляет $1 млрд. Казахстан, по словам министра финансов Болата Жамишева, не испытывает острой потребности в финансировании. Эмитент собирается выйти на внешний рынок для того, чтобы презентовать себя инвесторам и получить ориентиры по ставкам. До конца лета или в начале осени на внешнем рынке также ожидается размещение Украины объемом $2 млрд.

Третья неделя июля ознаменовалась открытием окна на рынке еврооблигаций стран СНГ. Первым 17 июля на рынок вышел «Газпром», выпустивший пятилетние еврооблигации на сумму 900 млн евро под 3.7% годовых. Изначально эмитент планировал привлечь 1 млрд евро под 4–4.125% годовых, затем доходность была понижена до 3.7–3.8%. В тот же день книга заявок достигла 5.5 млрд евро. Прайсинг прошел по цене 100% от номинала с доходностью 3.7%, премия к рынку составила 50 б.п. Организаторами сделки выступили Bank of America Merrill Lynch, Deutsche Bank, Газпромбанк и JP Morgan. В октябре эмитенту предстоит погасить выпуск на 800 млн британских фунтов. «Газпром» может выйти на рынок еще раз для привлечения британской валюты.

Следом за нефтяным гигантом 18 июля Россельхозбанк разместил евробонды на $800 млн на пять лет под 5.1%. Организаторами размещения выступили JP Morgan, RBS и «ВТБ Капитал». Благодаря высокому спросу, превысившему предложение в четыре раза, индикативная доходность также была понижена с 5.4% до диапазона 5.1–5.2% годовых. РСХБ еще в конце мая провел road show, однако разместить бумаги тогда не успел из-за неблагоприятной ситуации на рынке.

17 июля Газпромбанк выпустил семилетние еврооблигации на $400 млн с доходностью 6.5% с целью финансирования субординированного займа. Ведущим менеджером сделки выступила компания Otkritie Secutities Limited. Еврооблигации размещены в рамках программы LPN на $15 млрд. Также на прошлой неделе Газпромбанк объявил, что может досрочно погасить бессрочные еврооблигации в объеме $1 млрд.

Украинский «Агротон» допустил дефолт по выплате четвертого купона в размере $3 млн по еврооблигациям, выпущенным на $50 млн с погашением в 2014 году. Причиной дефолта послужило замораживание денежных средств на счетах в банке Bank of Cyprus объемом $4.5 млн. Участники рынка предполагают, что эмитент не сможет погасить бумаги в следующем году. Заемщик предложил инвесторам условия реструктуризации долга — продление срока обращения бумаги на пять лет и снижение купона с 12.5% до 8%.

ПЕРВЫМ В ИЮЛЕ НА РЫНОК ВЫШЕЛ «ГАЗПРОМ», ВЫПУСТИВШИЙ ПЯТИЛЕТНИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ НА СУММУ 900 МЛН ЕВРО ПОД 3.7% ГОДОВЫХ