Евгений ПУНДРОВСКИЙ

Китайская революция

Несмотря на рост доходностей в прошлом месяце, заемщики один за другим размещали бонды с минимальной премией или даже без нее. Рынки капитала преодолели нервозность и волатильность и вернули себе уверенность. Ноябрь отличился разного рода дебютами: на Ближнем Востоке были выпущены первые бессрочные корпоративные облигации Sukuk, а в Азии появились новые офшорные евробонды в китайских юанях — Formosa. К тому же активно проявили себя суверенные заемщики из Восточной Европы и дебютанты из Латинской Америки.

Весь прошлый месяц среди инвесторов царила сумятица и неопределенность по поводу QE tapering. Неожиданно сильная макростатистика по экономике США подогрела опасения скорейшего сворачивания мер поддержки. Затем главный претендент на должность будущего главы ФРС Дженет Йеллен выступила перед банковским комитетом сената и сняла напряженность. Отвечая на вопросы сенаторов, будущая глава ФРС отметила, что начало сворачивания мер поддержки (tapering) будет отложено до 2014 года, так как экономика все еще не реализовала в полной мере свой потенциал: инфляция ниже 2%, а безработица до сих пор выше целевого уровня. Рынки поддержали эти заявления и ослабили давление на казначейские бумаги, в результате индекс S&P 500 обновил очередной исторический максимум (1798 б.п.), а доходность UST10 снизилась до 2.7%. Однако уже на следующей неделе среди инвесторов возобновились спекуляции по поводу начала сворачивания программы количественного смягчения. Этому способствовали опубликованные протоколы заседания ФРС от 29–30 октября, из которых следовало, что Федеральный резерв может начать сокращение QE3 уже в декабре этого года. В то же время Бен Бернанке в очередной раз напомнил, что решение ФРС будет зависеть от выходящей статистики. Он также отметил, что ключевая процентная ставка останется на околонулевом уровне даже после достижения безработицей порога в 6.5% и отмены QE3. К концу месяца рынки немного успокоились и доходность UST10 опустилась до 2.75%.

EMERGING MARKETS

Заемщики из развивающихся стран умело использовали кратковременные «окна» для размещений, возникавшие благодаря колебаниям ставок доходностей. В результате общий объем размещенных евробондов превысил $40 млрд, что немногим меньше, чем в октябре, но весьма успешно для волатильного рынка.

Весомый вклад в общий зачет внесли суверенные заемщики из Восточной

Европы. Венгрия, Хорватия и Сербия воспользовались благоприятной конъюнктурой и привлекли предварительное долларовое финансирование на 2014 год, а Турция и Словения разместили бумаги в евро. Значительные книги заявок, собранные Венгрией и Хорватией, в частности $9.7 млрд и $7 млрд для новых десятилетних бенчмарков, показали существенный интерес среди инвесторов к суверенам из Восточной Европы даже на фоне опасений QE tapering.

Венгрия (Ba1/BB/BB+) была на рынке первой с бумагами объемом $2 млрд, которые были размещены под 5.75%. Изначальный ориентир по цене был на уровне 350–360 б.п. к мид-свопам, но в итоге был пересмотрен до 340 б.п., что на 20 б.п. ниже десятилетних евробондов, размещенных Венгрией в феврале этого года. Размещение на 20 б.п. ниже в течение одного года, да еще и на фоне роста доходностей, говорит о том, что Венгрия желательный заемщик и инвесторы доверяют ее кредитной истории. BNP Paribas, Deutsche Bank, Citigroup и Goldman Sachs разместили новые облигации суверена по цене 98.657% от номинала, собрав заявки от более чем 400 инвесторов.

Хорватия (Ba1/BB+/BB+) также доказала, что Венгрия не единственная интересная инвесторам страна, выпустив новые десятилетние евробонды объемом $1.75 млрд под 6%. Barclays Capital, BNP Paribas, Deutsche Bank и J.P. Morgan были организаторами нового выпуска, который предложил инвесторам премию к рынку всего в 10 б.п. Изначальный ориентир по цене находился в диапазоне 6.5–6.75%, но затем был пересмотрен в сторону понижения. В итоге доходность новых бумаг составила 6%, а спред к аналогичным UST — 350.4 пункта. Это размещение стало самым большим выпуском Хорватии и, как и в случае с Венгрией, прошло на 21 б.п. ниже, чем предыдущий выпуск в марте этого года. Следом за соседями Сербия (B1/BB–) выпустила облигации объемом $1 млрд с доходностью при размещении 6.125%. Сделка также уложилась в изначальный уровень в 6.25% и разместилась на 476.5 б.п. выше аналогичных гособлигаций США. При этом купон по облигациям составил 5.875%, а цена размещения 98.937%. Citigroup и Deutsche Bank провели частное размещение и привлекли в книгу заявок около $3 млрд спроса.

Рисунок 1
Доходность к погашению десятилетних казначейских облигаций США

Эти суверенные заемщики действовали решительно и успешно использовали возможности, предоставленные рынком. Целью всех трех размещений было заранее привлечь денежные средства на 2014 год ввиду возможных рисков роста доходностей в следующем году из-за перенесенных бюджетных проблем США и начала сворачивания программы количественного смягчения.

Корпоративные эмитенты также порадовали инвесторов необычными размещениями. Компания GEMS Education, поставщик образовательных услуг из Арабских Эмиратов, стала первым исламским корпоративным заемщиком, выпустившим бессрочные облигации Sukuk. GEMS разместила облигации объемом $200 млн под 12%, что делает этот выпуск одним из самых высокодоходных в этом году. Такая цена была обусловлена большим сопротивлением инвесторов. Abu Dhabi Islamic Bank, Credit Suisse и Morgan Stanley сумели собрать необходимую книгу заявок, но выразили сомнение в возможности размещения большего объема бумаг. Это первая облигация такого рода, и инвесторы должны быть уверены в кредитоспособности заемщика. И хотя GEMS очень известный бренд, школы которого высоко ценятся жителями Дубая, но отсутствие рейтинга и бессрочная структура бумаг осложняли размещение. Тем более что местные банки предпочитают держать облигации до погашения, поэтому спрос пришлось искать среди иностранных фондов. По

ОБЩИЙ ОБЪЕМ РАЗМЕЩЕННЫХ ЕВРОБОНДОВ ИЗ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН В НОЯБРЕ ПРЕВЫСИЛ $40 МЛРД

Эмиссия	Дата размещения	Дата погашения	Объем, млн	Валюта	Ставка купона, %	Рейтинги	Букраннеры
Турция, 2021, EUR	05.11.2013	12.11.2021	1250	EUR	4.350	Baa3//BBB–	Barclays Capital, Credit Suisse, Deutsche Bank
Венгрия, 2023–2	18.11.2013	22.11.2023	2000	USD	5.750	Ba1/–/BB+	BNP Paribas, Citigroup, Deutsche Bank, Goldman Sachs
Словения, 2016, EUR	15.11.2013	01.11.2016	1500	EUR	4.700	Ba1/–/BBB+	J.P. Morgan
Панама, 2020–2	21.11.2013	30.01.2020	500	USD	5.200	Ba1/BB+/BB+	Citigroup, J.P. Morgan
Хорватия, 2024	19.11.2013	26.01.2024	1750	USD	6.000	Ba1/–/BB+	Barclays Capital, BNP Paribas, Deutsche Bank, JP Morgan
Сербия, 2018	21.11.2013	03.12.2018	1000	USD	5.875	B1/–/BB–	Citigroup, Deutsche Bank

Таблица 1
Новые выпуски суверенных еврооблигаций emerging markets в ноябре

BANK OF COMMUNICATIONS (BOCOM) РАЗМЕСТИЛ ПЕРВЫЕ ОФШОРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ В ТАЙВАНЕ. ДОЛГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА, ВЫПУЩЕННЫЕ В ТАЙВАНЕ, НО НЕ НОМИНИРОВАННЫЕ В ТАЙВАНЬСКИХ ДОЛЛАРАХ, ПОЛУЧИЛИ НАЗВАНИЕ FORMOSA

этим причинам размещение прошло по верхней границе изначально объявленного ценового ориентира в 11.5–12%.

Тем не менее не все попытки разместить бессрочные облигации в новом сегменте рынка оказались успешны. Ananda Development, строительная компания из Таиланда, отложила планировавшиеся бессрочные облигации Dim Sum. Новые бумаги должны были стать не только первыми офшорными облигациями в юанях без срока погашения, но и первым размещением таиландского эмитента в Гонконге. Эта новизна и отсутствие ориентиров для сравнения осложнили выпуск. Глобальный координатор Barclays Capital озвучил изначальную доходность на уровне 9.5% для предлагавшихся бумаг с колл-опционом через три года. Структура облигаций также предполагала step-up +600 б.п., если эмитент не выкупит бумаги после опциона. Однако инвесторы ожидали увидеть цену ближе к облигациям уже известных девелоперских компаний, таких как индонезийская Modernland и вьетнамская Vingroup. По словам банкира, близкого к сделке, покупатели рассчитывали на купон в размере не менее 10.5%. Это вполне закономерно для малознакомого рынку заемщика. Сопротивление рынка вынудило Ananda отложить сделку. Инвестбанкиры уже более года лелеяли надежду на первое размещение бессрочных облигаций в офшорных юанях. Это стало бы логичным шагом на рынке, где не хватает ликвидности в бумагах с более поздними сроками погашения, ведь большинство инвесторов предпочитают высокие купоны и короткие бумаги. Тем не менее наиболее вероятным кандидатом для подобного выпуска представляется китайская госкомпания с высоким рейтингом, а не средний девелопер из Таиланда.

Продолжая тему облигаций Dim Sum, нельзя не упомянуть о том, что китайские власти разрешили использование офшорного юаня в новых юрисдикциях. В октябре-ноябре Пекин заключил соглашения с Лондоном, Сингапуром и Тайванем о прямом обмене юаня на их локальные валюты и разрешил китайским заемщикам выпускать офшорные облигации в новых странах, помимо Гонконга. Сразу после открытия новых рынков несколько компаний объявили о размещении облигаций в этих регионах.

Industrial and Commercial Bank of China (ICBC), самый большой в мире по капитализации банк, воспользовался новыми возможностями и разместил еврооблигации на 2 млрд юаней ($328 млн) в Лондоне, став первым китайским банком, осуществившим подобную операцию. Новые бумаги были разделены между трехлетним траншем объемом 1.3 млрд юаней и пятилетними бумагами объемом 700 млн юаней. Доходность при размещении, как и купоны, составила 3.35% и 3.75% соответственно. Спрос на новые бумаги превысил 8.5 млрд юаней, что позволило снизить цену выпусков с изначально озвученных 3.6% и 4%. ICBC London, ICBC (Asia), ICBC International, RBS, J.P. Morgan and Standard Chartered (Hong Kong) провели весьма успешную сделку для эмитента с рейтингом A1/A.

В конце месяца, сразу же после того как новые правила вступили в силу, Bank of Communications (BoCom) разместил первые офшорные облигации в Тайване. Долговые обязательства, выпущенные в Тайване, но не номинированные в тайваньских долларах, получили название Formosa, в то время как облигации в юанях известны как bao dao. Размещение проходило через гонконгский филиал BoCom Hong Konk. Единственным организатором сделки, проведенной в два транша, выступил HSBC. Трехлетние облигации объемом 800 млн юаней были проданы под 3.4%, а пятилетние бумаги на 400 млн юаней — под 3.7%. В этот раз

ориентиром для выпуска послужили недавние лондонские бумаги от ICBC. Оба выпуска являются показательными примерами реализации политики интернационализации юаня, продвигаемой китайским правительством.

СНГ

Заемщики из стран СНГ весьма неплохо проявили себя в ноябре, заняв в совокупности более $3.5 млрд. Однако почти все размещения пришлись на эмитентов из России.

Газпромбанк разместил трехлетние евробонды на 200 млн швейцарских франков под 217 б.п. к среднерыночным свопам, что соответствует доходности 2.403% годовых. Ставка купона по выпуску определена в размере 2.375% годовых. Газпромбанк с 5 ноября проводил встречи с инвесторами по возможному размещению еврооблигаций, номинированных в швейцарских франках. Организаторами выпуска выступили Deutsche Bank, UBS и сам Газпромбанк.

Внешпромбанк, входящий в число 50 крупнейших российских банков по размеру активов, разместил трехлетние долларовые еврооблигации. Объем выпуска составил $300 млн, а ставка купона 9% годовых. Организаторами размещения стали ФК «ОТКРЫТИЕ» и Raiffeisen Bank International.

Компания DME Airport Limited — оператор московского аэропорта Домодедово — выпустила дебютные еврооблигации на $300 млн со сроком погашения в 2018 году и ставкой купона 6%. Road show еврооблигаций прошло 8–12 ноября в Швейцарии, Германии, а также в Лондоне. Спрос на новый выпуск был невысок, едва превысив объем размещаемых бумаг. Вели сделку ING, Raiffeisen Bank International и UBS. Ранее международное рейтинговое агентство S&P присвоило кипрской DME Ltd. долгосрочный корпоративный кредитный рейтинг BB+ и краткосрочный рейтинг B со стабильным прогнозом.

ВЭБ разместил два транша евробондов общим объемом $2 млрд. Пятилетние евробонды на $850 млн были выпущены под 280 б.п. к среднерыночным свопам, а десятилетние — на $1.15 млрд под 320 б.п. к среднерыночным свопам. Спрос на евробонды ВЭБа составил около $10 млрд. Организаторами размещения выступили Citigroup, HSBC, J.P. Morgan и Mitsubishi UFJ Securities.

«Газпром нефть» выпустила десятилетние евробонды на $1.5 млрд под 6% годовых. Ранее компания установила ориентир доходности около 6.125% годовых, но позже уточнила до 6–6.25% годовых. Еврооблигации были проданы по цене 100% от номинала. Организаторами размещения стали Bank of America Merrill Lynch, Credit Agricole CIB, Gazprombank, J.P. Morgan.

Единственным заемщиком не из России в ноябре оказалась казахстанская национальная компания «Казахстан инжиниринг», для которой этот выпуск оказался дебютным. Компания разместила трехлетние облигации на $200 млн под 4.55%. Это оказалось как раз внутри изначального диапазона 4.5–4.875%. И хотя инвесторы надеялись на больший объем выпуска, но для компании с годовой выручкой в $347 млн за 2012 год привлеченного объема оказалось более чем достаточно. Встречи с инвесторами для эмитента проводили Halyk Finance, UBS и «ВТБ Капитал».

ЕДИНСТВЕННЫМ ЗАЕМЩИКОМ НЕ ИЗ РОССИИ В НОЯБРЕ ОКАЗАЛАСЬ КАЗАХСТАНСКАЯ НАЦИОНАЛЬНАЯ КОМПАНИЯ «КАЗАХСТАН ИНЖИНИРИНГ», ДЛЯ КОТОРОЙ ЭТОТ ВЫПУСК ОКАЗАЛСЯ ДЕБЮТНЫМ

Таблица 2
Новые выпуски еврооблигаций в ноябре, рынки СНГ

Эмиссия	Дата размещения	Дата погашения	Объем, млн	Валюта	Ставка купона, %	Рейтинги	Букраннеры
Газпромбанк, 2016, CHF	06.11.2013	09.12.2016	200	CHF	2.375	Baa3/BBB–/–	Deutsche Bank, UBS
Внешпромбанк, 2016	07.11.2013	14.11.2016	200	USD	9.000		«ОТКРЫТИЕ», Raiffeisen Bank
ЕБРР, 2016, RUB (FRN)	07.11.2013	14.11.2016	3000	RUB	3m ROISfix +35bps	AAA/AAA/AAA	RBI
DME Airport Limited, 2018	13.11.2013	26.11.2018	300	USD	6.000		ING Groep NV, Raiffeisen Bank International AG, UBS AG
КБ «Ренессанс Кредит», 2019 (LPN)	18.11.2013	22.05.2019	100	USD	13.500		Goldman Sachs, Sberbank CIB
Внешэкономбанк, 2018 (LPN)	18.11.2013	21.11.2018	850	USD	4.224	–/BBB/BBB	Citigroup, HSBC, J.P. Morgan, Mitsubishi UFJ Securities
Внешэкономбанк, 2023 (LPN)	18.11.2013	21.11.2023	1150	USD	5.942	–/BBB/BBB	Citigroup, HSBC, J.P. Morgan, Mitsubishi UFJ Securities
Альфа–Банк, 2018, CHF	20.11.2013	16.01.2018	85	CHF	4.000		UBS
«Газпром нефть», 2023 (LPN)	20.11.2013	27.11.2023	1500	USD	6.00%		Bank of America Merrill Lynch, Credit Agricole CIB, Gazprombank, J.P. Morgan
Восточный экспресс банк, 2019 (LPN)	21.11.2013	29.05.2019	125	USD	12.000		BK Region, Promsvyaz Bank, Sberbank CIB
НК «Казахстан инжиниринг», 2016	22.11.2013	03.12.2016	200	USD	4.550	Ba2/–/BBB–	Halyk Finance, UBS, VTB Capital