Сергей ДОВЖЕНКО

Страны EM: нефть, американские ставки и китайский вопрос

Благоприятные финансовые условия на протяжении большей части 2014 г. позволили заемщикам из развивающихся стран выйти на международный рынок облигаций с рекордными объемами. В 2014 г. эмитенты разместили более 980 новых выпусков plain vanilla на сумму $515 млрд (по сравнению с $434 млрд за 2013 г.), установив новый рекорд по объемам выпусков. Ключевыми вопросами на 2015 г. для стран EM остаются глубина падения цен на сырьевые ресурсы, будущий рост процентных ставок в США, а также замедление роста китайской экономики.

По данным МВФ, рост глобальной экономики в 2014 г. составил 3,3%. Темпы роста оказались аналогичными и в 2013 г., однако это значительно меньше, чем ожидалось в начале года. В то время как США завершили программу количественного смягчения и показывают устойчивый рост, Япония вошла в рецессию после повышения налогов, а еврозона начинает программу выкупа активов вследствие высоких рисков продолжающейся дефляции и стагнации. На фоне резкого падения цен на энергоносители и геополитической напряженности темпы роста развивающихся стран снизились с 4,7% в 2013 г. до 4,4% в 2014 г. На Китай приходится основная часть этого спада — наряду с относительно меньшим эффектом от России и стран СНГ. Страны EM, как и DM, входят в 2015 г. с рядом внутренних и внешних вызовов, на которые им предстоит ответить.

СТАВКИ ПАДАЮТ

Одним из основных событий на финансовом рынке было снижение доходностей десятилетних US Treasury на более чем 100 б.п. с конца 2013 г. Процентные ставки в США пока не возобновили рост, несмотря на подъем ВВП на 2,4% в 2014 г. и резкое сокращение безработицы. Снижение доходности долгосрочных US Treasuries говорит о высоком спросе и о том, что долгосрочные инвесторы накапливают долларовые активы. На этом фоне доходность десятилетних US Treasuries держится ниже 2%. Это происходит, несмотря на ожидаемое повышение ставок ФРС.

Высокая активность компаний на рынке долговых обязательств объясняется ожиданиями большинства инвесторов по поводу повышения базовых процентных ставок в США и Великобритании, что приведет к росту стоимости обслуживания долга.

Ожидания насчет повышения ставок подтверждает и сильная статистика по рынку труда в США, опубликованная 6 февраля. Так, рост числа занятых в несельскохозяйственном секторе превзошел ожидания рынка (257 тыс. против консенсуса 228 тыс.). Ранние данные по занятости были пересмотрены, в результате чего рост за последний трехмесячный период оказался наиболее высоким за последние 17 лет, уровень безработицы, в свою очередь, оказался на уровне 5,7% из-за увеличения доли экономически активного населения.

Низкие цены на нефть заставили инвесторов пересмотреть перспективы роста стран-экспортеров. Это привело к оттоку капитала, резкому сокращению резервов, высокой девальвации национальных валют и повышению суверенных CDS-спредов во многих странах – экспортерах сырьевых ресурсов, в том числе в России, Венесуэле, Бразилии, Колумбии, Нигерии и Анголе.

Что можно ожидать в этом году и каков эффект падения цен на сырьевые ресурсы?

ЦЕНЫ НА НЕФТЬ: НОВАЯ НОРМАЛЬНОСТЬ

Цены на нефть марки Brent упали с июня 2014 г. более чем на 50%: с $112 за баррель до $50 в январе 2015 г. Но в отличие от 2008 г., данный спад выглядит не циклическим, а долгосрочным. Это объясняется следующими факторами:

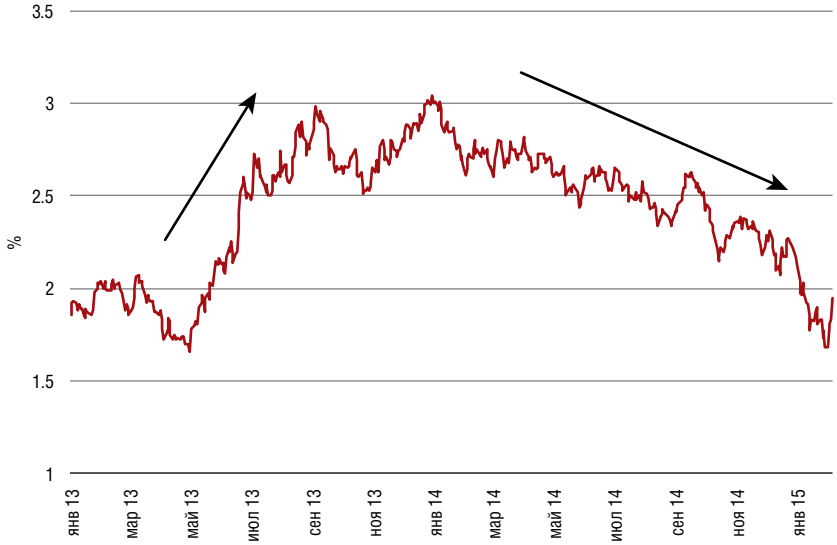
– трендами в мировом спросе и предложении нефти (снижением темпов экономического роста в ряде стран, в первую очередь падением спроса в Китае; решением США начать экспорт нефти);

– решением ОПЕК не снижать добычу нефти в целях сохранения своей рыночной доли и вытеснения «неэффективных производителей»;

– отступающими геополитическими опасениями из-за перебоев с поставками нефти со стран Ближнего Востока (увеличением добычи в Ливии и Ираке);

– развитием новых технологий добычи, энергосбережения и альтернативных источников энергии.

Однако Джеффри Френкель, профессор Гарвардского университета, также указывает на связь сырьевых цен с денежно-кредитной политикой ФРС США. Помимо цен на нефть, упали также цена на железную руду, золото, серебро и платину. То же самое можно сказать и о ценах на сахар, хлопок и сою. В самом деле, большинство долларовых цен на сырьевые товары снизились, начиная с 2014 г. Поэтому ученый предполагает, что данный факт связан с макроэкономическими факторами.



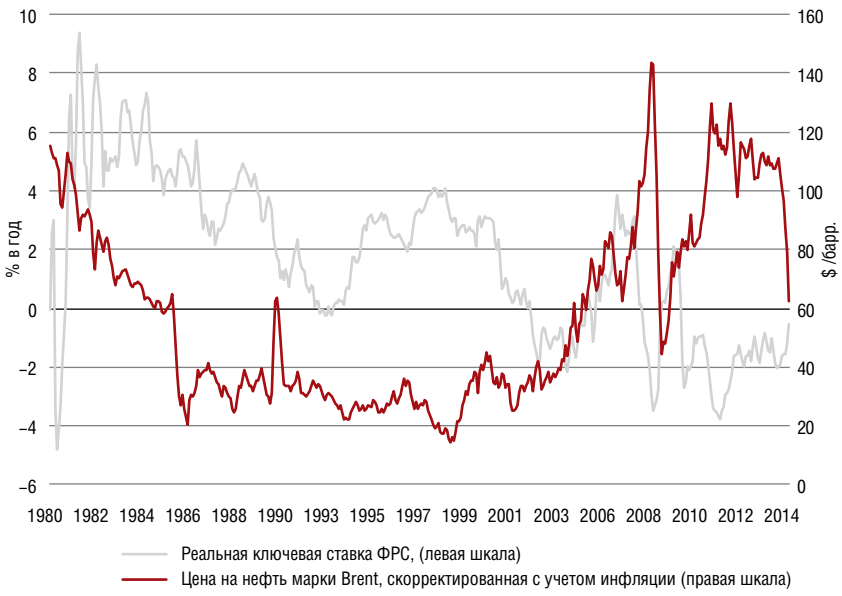
Источник: Cbonds.ru

Рисунок 1
Доходность к погашению десятилетних казначейских облигаций США

Наиболее распространенными объяснениями являются снижение инфляции и общемировое замедление темпов экономического роста. Однако проблема в том, что, с одной стороны, цены на сырьевые товары падают по отношению к общему уровню цен, другими словами, падают реальные цены на сырье. С другой стороны, американская экономика показывает годовой рост, превышающий 4%, за последние два квартала. И именно в США цены на сырьевые товары снижаются. А индекс цен на сырьевые товары, выраженных в евро, от издания The Economist вырос за последний год на 4%.

Это приводит нас к денежно-кредитной политике, значение которой для цен на сырьевые товары часто забывают. Ужесточение монетарной политики ФРС США ожидается всеми инвесторами. Оно

Рисунок 2
Зависимость цен на нефть от процентной ставки ФРС США



Источник: ФРС США, EIA (США)

должно произойти после завершения программы количественного смягчения.

Проанализировав Рисунок 2, можно сделать вывод, что обычно высокие цены на сырье были при низких процентных ставках и падали при ужесточении денежно-кредитной политики. Существует четыре канала, через которые реальная процентная ставка влияет на реальные цены на сырье (без учета воздействия через уровень экономической активности). Во-первых, это стимулирование скорейшего извлечения запасов за счет увеличения стимулов для добычи сегодня, а не завтра. Во-вторых, удорожание хранения запасов добытой нефти (в сравнении с хранением денег на депозите). В-третьих, смещение портфельных инвестиций из товарно-сырьевых фьючерсов и опционов в ставшие более доходными облигации. В-четвертых, высокие процентные ставки укрепляют национальную валюту, что приводит к номинальному эффекту снижения выраженной в ней цены на нефть.

Поэтому грядущий период высоких процентных ставок и низких цен на сырье нужно воспринимать как новую нормальность.

Однако группа развивающихся стран не является до конца однородной. Следует отметить, что в смысле ускорения темпов роста ВВП от дешевой нефти больше выигрывают, чем проигрывают. С точки зрения потребления, по данным Энергетического информационного агентства США, 16 из 23 стран, представленных в индексе MSCI Emerging Markets Index, являются чистыми потребителями (импортерами) нефти во главе с такими крупными экономиками, как Китай, Индия и Южная Корея. Если в одних странах это поможет стимулировать потребление, то в других странах, таких как Индия и Индонезия, это позволит снизить, а возможно даже и ликвидировать нефтяные субсидии, помогая тем самым сужению дефицита счета текущих операций. В конечном счете, успех каждой отдельной страны будет все больше зависеть от проведения структурных реформ для улучшения экономического климата в конкретном регионе.

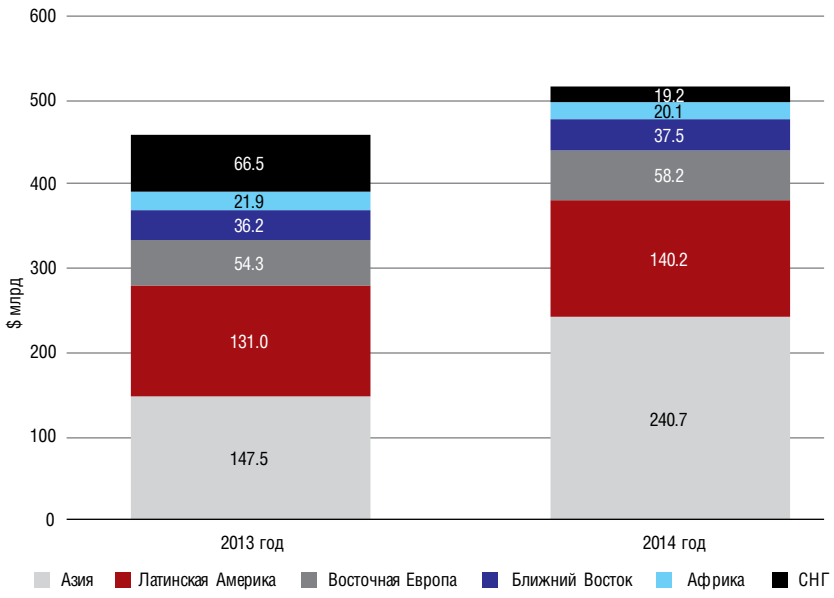
ГРЯДУЩИЙ ПЕРИОД ВЫСОКИХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК И НИЗКИХ ЦЕН НА СЫРЬЕ НУЖНО ВОСПРИНИМАТЬ КАК НОВУЮ НОРМАЛЬНОСТЬ

ЕВРООБЛИГАЦИИ EM

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК: АЗИЯ ВПЕРЕДИ

В итоговый ренкинг организаторов еврооблигаций emerging markets (включая СНГ) за 2014 г. вошли более чем 980 новых выпусков на сумму $515 млрд (по сравнению с $434 млрд за 2013 г.), установив новый рекорд по объемам выпусков (см. Рисунок 3).

Рисунок 3
Динамика объемов новых размещений по регионам



Источник: Cbonds.ru

Если проанализировать статистику в разрезе по регионам, можно сделать следующие выводы. Несмотря на замедление темпов экономического роста в Китае (с 7,8% в 2013 г. до 7,4% в 2014 г.) и Индонезии (с 5,6% в 2013 г. до 5% в 2014 г.), эмитенты из Азии не только сохранили за собой первое место по объему размещенных бумаг, но и увеличили свою долю: на данный регион пришлось около 50% всех сделок, или $240 млрд. По сравнению с 2013 г. азиатские эмитенты увеличили объем новых выпусков бумаг более чем на 60%.

Старые источники роста китайской экономики (инвестиции в основные фонды и увеличение заемного финансирования) заменяются новыми, в первую очередь стимулированием внутреннего потребления, а также развитием инфраструктуры и сферы услуг. Однако большие объемы наращивания долга в предыдущие периоды затрудняют этот процесс. Основная цель состоит в том, чтобы найти новые источники роста, не позволяя лопнуть пузырям на долговом рынке и рынке недвижимости. Одним из решений по поддержке роста китайской экономики было снижение процентных ставок в ноябре 2014 г. (ставки кредитования с 6% до 5,6% и ставки по

депозитам с 3% до 2,75%), что стимулировало новые выпуски еврооблигаций строительных и девелоперских компаний.

На втором месте — Латинская Америка с объемом $140 млрд. По сравнению с предыдущим годом данный регион практически не увеличил объем выпущенных бумаг, прирост составил только 7%. Наиболее активными эмитентами в прошедшем году были энергетические компании. Темпы роста экономик этого региона в 2014 г. резко замедлились в результате внутренних трудностей, необходимости реформ и снижения цен на сырьевые товары. Большая часть стран борется с высокой инфляцией и слабым доверием инвесторов, за исключением Мексики, которая лучше других экспортеров справляется с низкими ценами на нефть и экономический рост которой ускорится с восстановлением экономики США.

Снижение экономической активности и риски продолжающейся дефляции оказали эффект и на страны Восточной Европы. В 2014 г. эмитенты разместили бумаги на сумму более $58 млрд, прирост составил всего около 7% по сравнению с 2013 г.

Главной тревогой прошедшего года стали страны СНГ. Эффект западных санкций усугубляется падением цен на нефть и радикальными мерами по ужесточению денежно-кредитной политики на фоне масштабного оттока капитала. И если в 2013 г. эмитенты этих стран выпустили бумаг на общую сумму более $66 млрд, то в 2014 г. — только $19 млрд.

Среди различных типов эмиссий растет популярность бумаг суккук. Так, в 2014 г. объем рынка облигаций суккук увеличился на 19%. Причем на данный рынок выходят уже не только эмитенты Америки и Азии, и если в 2013 г. объем рынка составлял $15,5 млрд, то в 2014 г. — уже $18,5 млрд.

2014 г. завершился расширением спредов суверенных и корпоративных облигаций развивающихся стран почти на 40 б.п. Тем не менее, если с начала года и до середины лета спреды сужались на фоне осторожного отношения к риску и притока инвестиций в фонды розничных облигаций, то во второй половине года произошло резкое расширение на фоне выросших рисков, особенно для стран-экспортеров.

Первый месяц текущего года показал резкое падение объемов размещений: -37% по сравнению с прошлым годом. Если в январе 2014 г. эмитенты из развивающихся стран разместили на первичном рынке бонды совокупным объемом более $70 млрд, то в январе этого года объем новых выпусков составил всего лишь $44 млрд.

Таблица 1
Ренкинг инвестиционных банков – организаторов еврооблигаций EM, 2014

№	Инвестиционный банк	Объем, $ млн	Доля рынка, %	Кол-во эмитентов	Кол-во эмиссий
1	HSBC	54414,01	10,56%	232	378
2	Citigroup	51253,46	9,94%	195	299
3	JP Morgan	43349,67	8,41%	159	237
4	Deutsche Bank	38372,02	7,44%	157	227
5	Bank of America Merrill Lynch	29784,85	5,78%	118	164
6	Goldman Sachs	24360,06	4,73%	68	110
7	Standard Chartered Bank	21430,69	4,16%	132	190
8	Barclays Capital	20060,40	3,89%	82	108
9	BNP Paribas	19935,72	3,87%	85	131
10	Morgan Stanley	18704,99	3,63%	87	130
	Итого по топ-10	**321 666**	**62%**		
	Итого	**515 776**	**100%**		

КРУПНЕЙШИЕ СДЕЛКИ

Крупнейшими суверенными сделками 2014 г. стали размещения еврооблигаций Индонезии и Мексики по $4 млрд соответственно. Евробонды в обоих случаях были размещены двумя траншами: в случае Индонезии — по $2 млрд с погашением в 2024 и 2044 гг., в случае Мексики — траншем в $1 млрд с погашением в 2021 г. и траншем в $1 млрд с погашением в 2045 г.

Крупнейшей корпоративной сделкой на развивающихся рынках за 2014 г. стало дебютное размещение еврооблигаций китайского интернет-гиганта Alibaba Group на сумму $8 млрд. Книга заявок была переподписана более чем в семь раз и составила $55 млрд, что позволило снизить первоначальные ценовые ориентиры. Конечно, после крайне удачного IPO успех был обеспечен заранее, но такого прайсинга не ожидали многие банкиры. В результате бумаги были размещены на уровнях облигаций Cisco, 2024 и Oracle, 2024. Выпуск структурирован шестью траншами: $1 млрд с погашением в 2017 г., $2,25 млрд — в 2019 г., $1,5 млрд — в 2021 г., $2,25 млрд — в 2034 г., $700 млн — в 2034 г., а также бумаги с погашением в 2017 г. и плавающей процентной ставкой на $300 млн. Организаторами размещения евробондов стали Morgan Stanley, Goldman Sachs, Credit Suisse, Citigroup, Deutsche Bank и JP Morgan. Три миллиарда из восьми будут направлены на рефинансирование существующих кредитов, оставшиеся — на общекорпоративные цели.

РЕНКИНГ ОРГАНИЗАТОРОВ ЕВРООБЛИГАЦИЙ EM: ПЕРЕСТАНОВКА СИЛ

По сравнению с 2013 г. произошла перестановка сил в общем ренкинге организаторов эмиссий emerging markets (см. Таблицу 1). Четвертый по результатам 2013 г. банк HSBC в этом году увеличил свою долю и оказался

НЕСМОТРЯ НА ЗАМЕДЛЕНИЕ ТЕМПОВ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА В КИТАЕ ЭМИТЕНТЫ ИЗ АЗИИ СОХРАНИЛИ ЗА СОБОЙ ПЕРВОЕ МЕСТО ПО ОБЪЕМУ РАЗМЕЩЕННЫХ БУМАГ

ЕСЛИ В 2013 Г. ЭМИТЕНТЫ ИЗ СТРАН СНГ ВЫПУСТИЛИ БУМАГИ НА ОБЩУЮ СУММУ БОЛЕЕ $66 МЛРД, ТО В 2014 Г. – ТОЛЬКО $19 МЛРД

на первом месте. HSBC организовал выпуски еврооблигаций на $54,4 млрд, что составляет 10,56% рынка. На втором месте с отрывом в $3 млрд оказался банк Citigroup: объем размещений составил $51,2 млрд (9,94% рынка). В прошлом году банк лидировал в зачете. Почетное третье место, по версии Cbonds, занял банк JP Morgan с квотой $43,3 млрд (8,4% рынка). В свою очередь Deutsche Bank переместился со второго места в 2013 г. на четвертое место в 2014 г., при этом снизив свою квоту на $7 млрд до $38,3 млрд.

В топ-3 организаторов суверенных выпусков еврооблигаций вошли Citigroup, JP Morgan и Deutsche Bank. Лидирующую позицию занял Citigroup ($16,2 млрд) с долей рынка в 14,7%, опередив и JP Morgan ($12,5 млрд), и Deutsche Bank ($10,7 млрд), у которых по 11,5% и 9,8% соответственно. Стоит отметить, что в прошлом году в тройке лидеров были Deutsche Bank, Citigroup и HSBC.

В 2014 г. HSBC потеснил Citigroup и занял первое место среди организаторов корпоративных еврооблигаций с долей рынка около 11% ($44,7 млрд). На втором месте расположился Citigroup с $34,9 млрд, или 8,6% от общего объема размещений. Третье место досталось JP Morgan с долей рынка в 8% ($30,8 млрд).

В регионе CEEMEA первое место занял Citigroup ($17 млрд, или 12,6% рынка), второе — JP Morgan ($15,4 млрд, или 11,5% от общего объема), третье — HSBC ($11,9 млрд, или 8,9% рынка). Год назад тройку лидеров в этом регионе составляли JP Morgan, Deutsche Bank и Citigroup.

В Латинской Америке на первом месте снова Citigroup ($13 млрд, или 9,3% рынка). Второе место занял JP Morgan ($12,9 млрд, или 9,2%), потеснивший Deutsche Bank и занимавший по итогам 2013 г. четвертое место в данном регионе. На третьей строчке расположился HSBC ($12,7 млрд, или 9% рынка), находившийся там же год назад.

Ренкинг организаторов еврооблигаций в Азии традиционно возглавляет HSBC ($29,6 млрд, или 12,3% рынка), а Citigroup и Deutsche Bank фактически разделили второе и третье места, набрав квоты по $21,1 млрд (8,8% рынка) и $17,1 млрд (7,1% рынка) соответственно. Тройка лидеров полностью повторяет ренкинг за 2013 г.

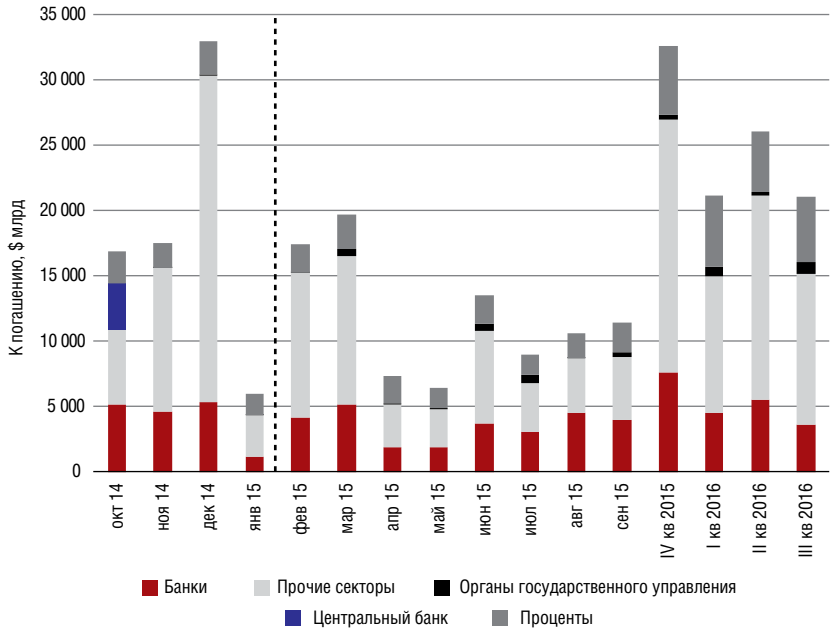
ЕВРООБЛИГАЦИИ СНГ

КОРПОРАТИВНЫЙ ДОЛГ: КАНИКУЛЫ ЗАКОНЧИЛИСЬ

Одним из вызовов для развивающихся стран может стать высокий уровень корпоративного долга. В то время как процентные ставки в США были на рекордно низком уровне с начала финансового кризиса 2008 г., многие компании из развивающихся стран заимствовали в долларах. В такой ситуации неблагоприятный шок, например падение экспорта, может вызвать серьезный валютный кризис в стране. В истории такие кризисы повторялись уже не раз: Аргентина в 2002 г., Индонезия в 1998 г., Мексика в 1995 г., Чили в 1982 г. и так далее. С таким кризисом столкнулась сейчас и Россия.

В то время как цены на нефть упали, рубль упал еще больше. Это оказывает сильное давление на компании, которые имеют активы в рублях и заимствования в долларах и евро. Согласно данным ЦБ, совокупный внешний долг российского правительства, банков и компаний составляет $600 млрд. Учитывая падение реальной стоимости рубля более чем на 40%, нынешний объем долга составляет 50% ВВП, тогда как годом ранее равнялся лишь 35% ВВП. Если проанализировать график платежей по внешнему долгу (см. Рисунок 4), можно сделать вывод, что в марте с процентами предстоит выплатить по внешним займам около $20 млрд, это практически столько же, сколько было выплачено в декабре прошлого года ($33 млрд). Тогда это стало одной из причин паники на валютном рынке. При

Рисунок 4
График платежей по внешнему долгу РФ



этом платежи в феврале почти в точности равняются ноябрьским (около $17,5 млрд), а валюты, поступающей на рынок от экспорта, будет, скорее всего, значительно меньше, чем в последние месяцы прошлого года.

Многие страны во время таких кризисов использовали заемные средства для оплаты импорта, однако российским компаниям в настоящее время доступ на международные рынки закрыт. Таким образом, можно предположить, что ЦБ придется в основном рефинансировать долговые выплаты из своих резервов.

РЕНКИНГ ОРГАНИЗАТОРОВ: ЛИДЕРСТВО СОХРАНИЛ JP MORGAN

В странах СНГ в 2014 г. состоялись размещения еврооблигаций на общую сумму чуть более $19,1 млрд (см. Таблицу 2), а годом ранее суммарный объем новых эмиссий составлял более $70 млрд. По итогам года в ренкинге plain vanilla по СНГ лидерство сохранил JP Morgan. Банк принял участие в 11 сделках с общим объемом квоты в $3,3 млрд (17,2%), хотя годом ранее банк принял участие в 41 сделке ($8,8 млрд). Сильным подспорьем для JP Morgan стала организация выпуска еврооблигаций «Газпрома» на $700 млн, в котором банк оказался единственным букраннером. Это был первый выпуск бондов российским эмитентом после введения санкций.

В топ-5 организаторов еврооблигаций СНГ на второй строчке расположился Citigroup, принявший участие в размещении девяти еврооблигаций на $2,4 млрд, или 12,6% от общего объема рынка. Стоит отметить, что Citigroup сотрудничал в большей степени с казахстанскими эмитентами (шесть из девяти сделок). В свою очередь, третье место, как и в прошлом году, занял Deutsche Bank, заключивший восемь сделок с квотой в $1,8 млрд.

РЕНКИНГ ЭМИТЕНТОВ: КАЗАХСТАН ДОГОНЯЕТ

Введенные санкции и закрытие доступа на международные финансовые рынки, падение цен на нефть и, как следствие, ужесточение монетарной политики оказали большой эффект на рынок евробондов России. Общий объем новых выпусков в России в 2014 г. составил всего лишь $9,8 млрд, хотя годом ранее его значение находилось на уровне $52 млрд. В ренкинге организаторов еврооблигаций России первое место занял JP Morgan, принявший участие в шести сделках с квотой в $1,6 млрд. Второе и третье место разделили Газпромбанк и Deutsche Bank, принимавшие участие в пяти и трех сделках с квотой в $1 млрд и $0,9 млрд соответственно.

№	Инвестиционный банк	Объем, $ млн	Доля рынка, %	Кол-во эмитентов	Кол-во эмиссий
1	JP Morgan	3277,55	17,19%	9	11
2	Citigroup	2400,65	12,59%	7	9
3	Deutsche Bank	1785,50	9,37%	5	8
4	Credit Suisse	1288,15	6,76%	5	8
5	HSBC	1225,72	6,43%	4	6
	Итого по топ-5	**9978**	**52%**		
	Итого	**19150**	**100%**		

Таблица 2
Ренкинг инвестиционных банков – организаторов еврооблигаций СНГ, 2014 г.

Растущую динамику в прошлом году показали казахстанские эмитенты. Если в 2013 г. они разместили выпуски общим объемом $5,5 млрд, то в 2014 г. объем достиг $6,3 млрд (десять выпусков), что составляет 32,9% от общего объема выпусков в регионе СНГ. Первое место по Казахстану занял банк Citigroup с квотой в $1,6 млрд (24,9%). Крупнейшей сделкой в СНГ в 2014 г. стало размещение суверенных эмиссий Казахстана общим объемом $2,5 млрд. В отсутствие других эмитентов из СНГ бумаги были приняты рынком очень хорошо, что позволило синдикату собрать книгу заявок в $10 млрд на выпуск, состоявший из двух траншей: $1,5 млрд на пять лет и $1 млрд на 30 лет. Организаторами выпуска стали Citigroup, HSBC и JP Morgan. Бумаги интересны тем, что являются первыми выпущенными по новым правилам ICMA, учитывающим печальный опыт дефолта Аргентины. Выпуск на 30 лет был размещен с доходностью 5,116% по цене 96,324, а выпуск на пять лет — с доходностью 4,073% по цене 98,387.

Высокая геополитическая напряженность и военный конфликт, снижение рейтингов до дефолтных уровней позволили украинским заемщикам организовать только один выпуск еврооблигаций в 2014 г.: суверенный выпуск евробондов Украины на сумму $1 млрд со сроком погашения в 2019 г. Украина выпустила еврооблигации под гарантию Правительства США, вследствие чего купонная ставка составила 1,8%. Организаторами выпуска являются JP Morgan и Morgan Stanley.

Стоит также отметить выход Азербайджана на международный рынок. В 2014 г. Азербайджан выпустил свой дебютный евробонд на $1,25 млрд со ставкой купона 4,75% и погашением в 2024 г. Более 160 инвесторов разместили заявки на $3,25 млрд. Организаторами выпуска стали Barclays Capital, Citigroup, Deutsche Bank. Кроме того, в этом году Азербайджан также планирует выйти на международный рынок с бондами, номинированными в евро, помимо него размещения планируют Беларусь ($1 млрд) и Армения.

ОБЩИЙ ОБЪЕМ НОВЫХ ВЫПУСКОВ В РОССИИ В 2014 Г. СОСТАВИЛ ВСЕГО ЛИШЬ $9,8 МЛРД, ХОТЯ ГОДОМ РАНЕЕ ЕГО ЗНАЧЕНИЕ НАХОДИЛОСЬ НА УРОВНЕ $52 МЛРД