Сергей ДОВЖЕНКО,
эксперт по международным
долговым рынкам, Cbonds.ru

Еврооблигации EM: вперед за новыми рекордами

Объем выпусков еврооблигаций эмитентами региона Emerging Markets достиг самого высокого показателя за последние четыре года. Эмитенты региона воспользовались низкими ставками и аппетитом инвесторов к доходности и разместили в общей сложности $464.5 млрд в период с января по октябрь 2016 года. Текущий год также стал рекордным по объему размещения государственных еврооблигаций: были закрыты три крупнейшие сделки по размещению суверенных бумаг в истории рынка Emerging Markets.

МИРОВЫЕ РЫНКИ

Программы покупки облигаций центральными банками Японии, Англии и ЕЦБ, которые, как предполагается, будут стимулировать экономическую активность, отправили доходности облигаций развитых стран в отрицательную плоскость. Около $12 трлн облигаций торговались с отрицательной доходностью. Немецкие, швейцарские и японские десятилетние государственные облигации торговались с отрицательной доходностью в течение нескольких месяцев.

Капитал вновь стал возвращаться в развивающиеся страны, однако признаки устойчивости, которые продемонстрировали экономики Великобритании и Еврозоны, снижают потребность в дополнительных мерах монетарного стимулирования. Это стало одним из мотивов распродажи на рынке облигаций, начавшейся в октябре. ВВП Великобритании вырос на 0.5% в третьем квартале, что было выше ожиданий аналитиков, а ВВП Еврозоны — на 0.3%.

Победа Дональда Трампа на президентских выборах в США спровоцировала повышенную волатильность мировых фондовых рынков. По состоянию на 11 ноября доходности десятилетних государственных облигаций Великобритании подскочили до 1.364% — самого высокого значения после голосования за Brexit в июне. Доходность десятилетних немецких суверенных облигаций выросла до 0.308% — самого высокого значения с апреля 2016 года

В США доходность десятилетних казначейских облигаций выросла до 2.15% — самого высокого значения с января 2016 года. Кривая доходности резко выросла после того, как среди трейдеров сложилось мнение, что победа Трампа наверняка побудит ФРС США

повременить с повышением ставок в этом году, чтобы избежать риска ослабления роста американской экономики. Потери, связанные с падением стоимости облигаций по всему миру, превысили $1 трлн (согласно данным Bank of America).

Инвесторы обеспокоены перспективами роста крупнейшей экономики мира. МВФ в исследовании «World Economic Outlook» за октябрь 2016 года отмечает, что хроническая стагнация, особенно в странах с развитой экономикой, может усилить популистские призывы к введению ограничений на торговлю и иммиграцию. Подобные ограничения будут препятствовать повышению производительности, экономическому росту и нововведениям.

Учитывая, что в ближайший год ФРС США будет очень трудно повысить базовые процентные ставки хотя бы до 2%, у регулятора останется очень небольшое пространство для их снижения, если вдруг начнется рецессия. Тем более что согласно исследованию «Presidents and the U.S. Economy: An Econometric Exploration», проведенному экономистами из Принстонского университета Аланом Блайндером и Марком Уотсоном, в течение предшествующих 256 кварталов и 16 президентских сроков американская экономика находилась в состоянии рецессии в среднем 1.1 квартала во время президентов-демократов и 4.6 квартала во время президентов-республиканцев.

ДОХОДНОСТИ ЕВРООБЛИГАЦИЙ СТРАН EM ТАКЖЕ УПАЛИ ВСЛЕД ЗА ПАДЕНИЕМ US TREASURIES, ОДНАКО ОСТАЮТСЯ ДО СИХ ПОР НА ИСТОРИЧЕСКИ НИЗКИХ УРОВНЯХ

Глобальные финансовые аналитики в основном согласны, что победа Дональда Трампа на выборах президента США ведет развивающиеся рынки в опасном направлении. Мексика, Турция, Бразилия и ряд других стран являются наиболее уязвимыми к массовой миграции капитала из их экономик и спаду в мировой торговле, если будущий президент намеревается воплощать свои предвыборные обещания.

Реагируя на итоги выборов, доходности по облигациям ряда регионов развивающихся стран увеличились (см. Рисунок 1). По данным Cbonds, средняя доходность по еврооблигациям стран EM по состоянию на 11 ноября составляет 4.66% годовых по суверенным еврооблигациям и 6.5% по корпоративным еврооблигациям. Поток капитала в страны EM начал замедляться. По данным EPFR Global, инвесторы отправили в фонды облигаций развивающихся стран почти в два раза меньше средств в октябре по сравнению с сентябрем 2016 года. Чистый приток денежных средств составил $3.25 млрд.

Продолжающийся рост цен на высокодоходные облигации, повышение объемов заемных средств эмитентами EM, перспективы дальнейшего стимулирования центральными банками Японии и Европы, а также неопределенность в отношении предстоящих политических событий вызывают обеспокоенность у инвесторов. По мере падения доходностей облигаций стоимость облигаций, находящихся в обращении, поднимается все выше номинальной. И если год назад только около 58% еврооблигаций эмитентов EM торговались выше номинала, то по состоянию на 11 ноября (по данным Cbonds) этот показатель составил уже около 73% (см. Рисунок 2).

Процентные ставки могут оставаться низкими еще продолжительное время, и большая часть этой ликвидности будет оседать на развивающихся рынках. Высокие цены облигаций и, как следствие, низкие доходности обеспечивают инвесторам низкую компенсацию и оставляют меньше пространства для ошибок. Однако если массивная поддержка ключевых мировых центральных банков будет уменьшаться, потери, связанные с падением цен, могут быть огромными.

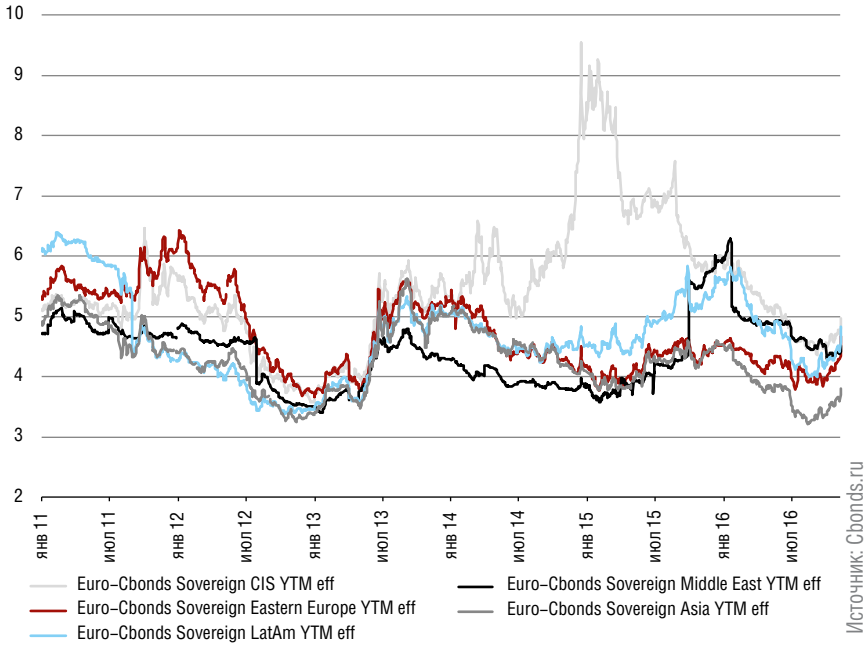


Рисунок 1
Динамика доходностей к погашению суверенных еврооблигаций EM, индексы Euro-Cbonds, %

ПОБЕДА ДОНАЛЬДА ТРАМПА НА ПРЕЗИДЕНТСКИХ ВЫБОРАХ В США СПРОВОЦИРОВАЛА ПОВЫШЕННУЮ ВОЛАТИЛЬНОСТЬ МИРОВЫХ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ

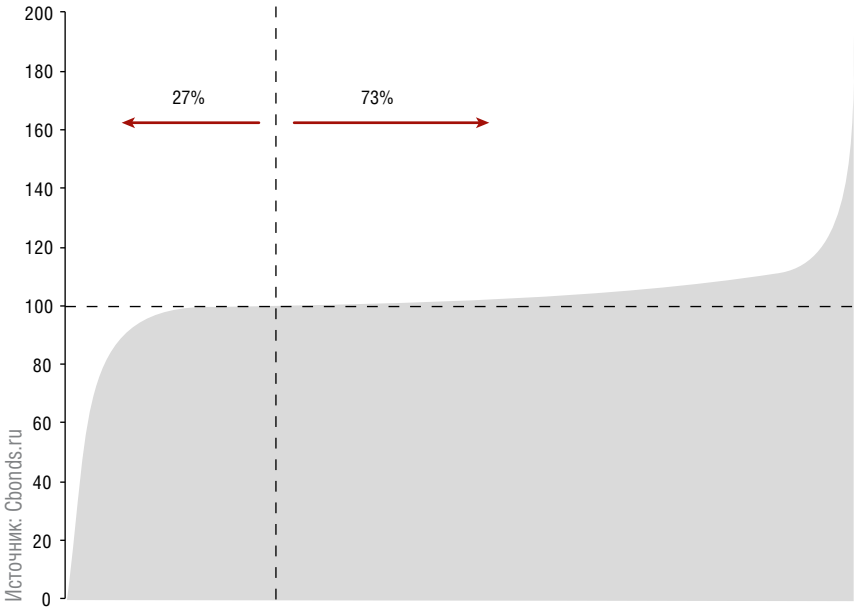


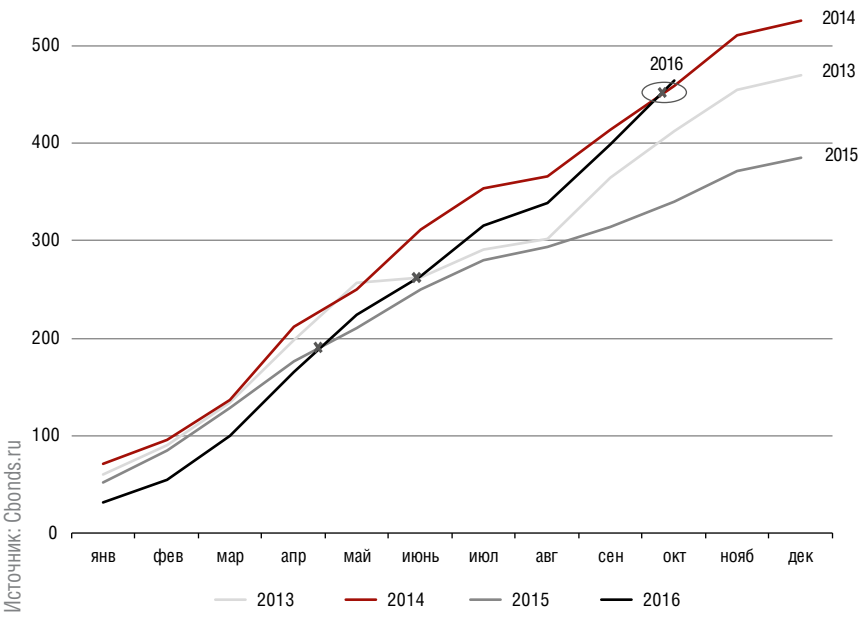
Рисунок 2
Распределение цен еврооблигаций на вторичном рынке по данным Cbonds Valuation, % от номинала

ЭМИТЕНТЫ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН ВЫПУСКАЮТ ЕВРООБЛИГАЦИИ РЕКОРДНЫМИ ТЕМПАМИ

С начала года эмитенты стран EM, воспользовавшись паузой в цикле ужесточения политики ФРС США, выпустили еврооблигации на сумму $464.5 млрд, что является рекордным объемом за последние три года. Таким образом, объем выпуска бумаг за период с января по октябрь 2016 года превысил не только объем выпуска за весь 2015 год ($384.4 млрд), но и практически приблизился к объему выпуска за весь 2013 год ($469.8 млрд) (см. Рисунок 3). Более того, объем размещения в текущем году также превысил объем размещения за аналогичный период (январь–октябрь) 2014 года ($459.1 млрд).

Однако для достижения объема размещений за 2014 год остается еще более $61 млрд. По сравнению с аналогичным периодом прошлого года общий объем размещенных еврооблигаций увеличился на 38%. При этом увеличние объемов выпуска новых бумаг присутствует на всех рынках. Самый большой рост показали эмитенты Ближнего Востока (выход на рынок Саудовской Аравии дал о себе знать), меньше всех проявили себя азиатские и африканские эмитенты (см. Таблицу 1). Будут ли и далее эмитенты выходить на внешние долговые рынки аналогичными темпами?

Рисунок 3
Объем новых выпусков еврооблигаций Plain Vanilla Emerging Markets в 2013-2016 годах, $ млрд, накопленный итог



СТЕНА ПОГАШЕНИЙ

Согласно данным Cbonds, в ближайшие восемь лет эмитентам региона EM необходимо будет погасить более $2.2 трлн по еврооблигациям, находящимся в данный момент в обращении. Пик погашения придется на 2019 год — эмитентам EM необходимо будет погасить около $350 млрд (см. Рисунок 4). Для сравнения: в 2016 году объем погашения еврооблигаций региона EM составляет около $198 млрд, что в 1.75 раза ниже объема 2019 года. Таким образом, можно ожидать новой волны размещений в предстоящие годы.

Тем не менее целый ряд макроэкономических факторов может сделать выход компаний с низким рейтингом на долговой рынок с целью рефинансирования обязательств достаточно затруднительным. Эти факторы включают в себя рост процентных ставок, замедление роста в Китае, волатильность цен на нефть и другие. Если же предстоящий цикл рефинансирования попадет на период высоких ставок, часть компаний может не справиться со своевременным погашением обязательств. В свою очередь, низкие ставки могут значительно помочь эмитентам улучшить структуру их долга по срокам погашения и снизить среднесрочный риск рефинансирования для компаний с валютными заимствованиями.

ВМЕСТЕ С РАСТУЩИМ ОБЪЕМОМ УЛУЧШАЕТСЯ И КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО ОБЛИГАЦИЙ

Предлагают ли потенциальные доходности еврооблигаций стран EM адекватную компенсацию за риски? Если в начале 2000-х годов на рынке евробондов было распространено множество бумаг низкого

качества, включая бумаги с covenant-lite структурой или типа payment in kind, когда купонные платежи выплачиваются не деньгами, а дополнительными облигациями, то крах доткомов развернул этот тренд. Эмитентам приходилось сильно стараться, чтобы привлечь инвесторов. Во время таких эпизодов баланс сил сдвигался в сторону инвесторов, и эмитентам ничего не оставалось, кроме как улучшить пакет ковенантов в облигациях, чтобы выйти на рынок. История повторилась более драматично перед финансовым кризисом 2007–2008 годов, и сделки с плохой структурой снова стали заполнять рынок (*более подробно о ковенантах можно прочитать в статье «Ковенанты в еврооблигациях: основные виды и последние тенденции»*).

Однако в противоположность тренду со снижающимся качеством ковенантов (индекс Moody's Covenant Quality Index увеличился со значения в 3.71 пункта в январе 2012 года до 4.33 в октябре 2016 года) общее кредитное качество выпусков еврооблигаций эмитентами EM улучшается. Объем выпуска бумаг с рейтингом ниже инвестиционного устойчиво снижается (см. Рисунок 5).

Это является ключевым моментом, так как лучшие ковенанты никогда не сделают инвестицию в худшего эмитента привлекательной, равно как худшие ковенанты не сделают инвестицию в наиболее безопасного эмитента рискованной. По данным Bloomberg, если в 2000 году на рынке еврооблигаций EM более 63% всего объема новых выпусков было с рейтингом ниже инвестиционного уровня, то в 2016 году только 26% новых эмиссий относится к сектору high-yield.

Стоит однако обратить внимание на то, что в 2014 году только 20.8% от общего объема новых эмиссий имело рейтинг ниже Ba1. Низкие процентные ставки и высокий спрос со стороны инвесторов помогали эмитентам с низким рейтингом выходить на международные долговые рынки в период 2015–2016 годов. Это дало возможность многим из них остаться на плаву, хотя в другой ситуации они бы объявили дефолт.

ТЕКУЩИЙ ГОД УЖЕ СТАЛ РЕКОРДНЫМ ПО ОБЪЕМУ РАЗМЕЩЕНИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

Суверенные эмитенты развивающихся стран заняли на международных рынках с начала года $140.5 млрд, что на $39.8 млрд больше, чем за весь 2015 год. Кроме того, данный объем также является рекордным с 2013 года, когда суверенные эмитенты за аналогичный период заняли $93.2 млрд. По состоянию на конец октября в разделении по секторам суверенные евробонды заняли около 30% от общего объема размещений, что на 4% выше, чем в 2015 году.

В свою очередь, выход на рынок муниципалов Объединенных Арабских Эмиратов и Аргентины способствовал тому, что с начала года в данном секторе было размещено более $13.4 млрд. Для сравнения: за период с 2013 по 2015 год объем размещения муниципальных еврооблигаций не превышал $2.2 млрд (см. Рисунок 6).

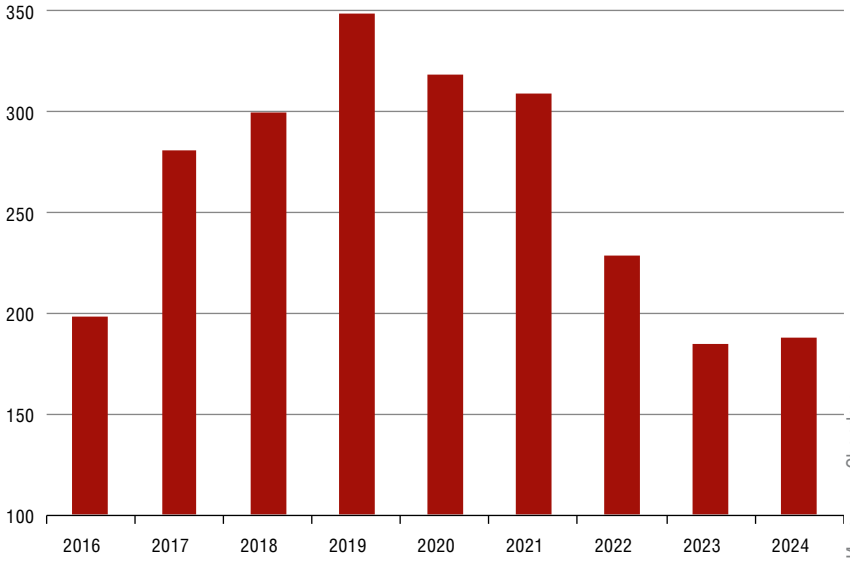
Выпуски в долларах стали более популярными на рынке. И если доля выпусков в долларах в 2015 году составила 76.1% в общем объеме, то по состоянию на конец октября 2016 года — 81.7%. Выпуски в евро, напротив, снизили свою долю с 15.4% в 2015 году до 13.6% в текущем году. Теряют свои позиции выпуски в юанях: их доля в совокупном объеме составила 1.3%, хотя в 2015 году доля составила 3.4%. Среди суверенных выпусков более 73% бумаг было размещено в долларах, 23.3% — в евро.

Регион/ Период	Объем размещений,$ млрд		Относительное изменение, %
	янв–окт 2015	янв–окт 2016	
Азия	178.8	188.3	+5%
Латинская Америка	72.6	111.0	+53%
Восточная Европа	31.7	37.8	+19%
Ближний Восток	28.1	92.1	+228%
Африка	16.4	18.5	+13%
СНГ	10.0	16.8	+67%
Всего	337.6	464.5	+38%

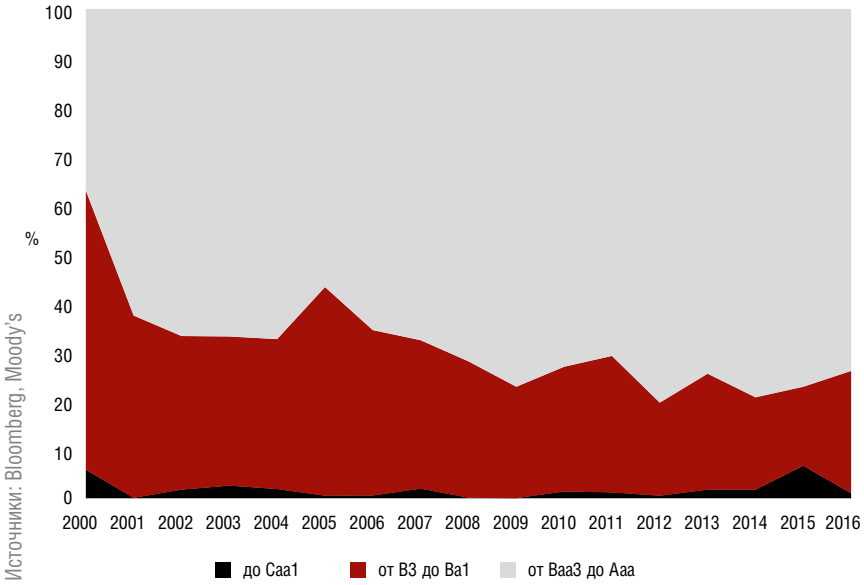
Источник: Cbonds.ru

Таблица 1
Объем новых выпусков еврооблигаций Plain Vanilla Emerging Markets за январь-октябрь 2015 и 2016 годов, $ млрд

Рисунок 4
Объем погашения еврооблигаций Emerging Markets в 2016-2024 годах, $ млрд



Источник: Cbonds.ru



Примечание: в статистику вошли все выпуски еврооблигаций эмитентами EM (исключая SNAT) с 2000 года по 2016 год с кредитными рейтингами от агентства Moody's. Под кредитным рейтингом подразумевается кредитный рейтинг эмиссии, присвоенный агентством Moody's во время ее выпуска.

Рисунок 5
Объем выпуска новых еврооблигаций эмитентами Emerging Markets в разрезе по уровню кредитного рейтинга эмиссий, %

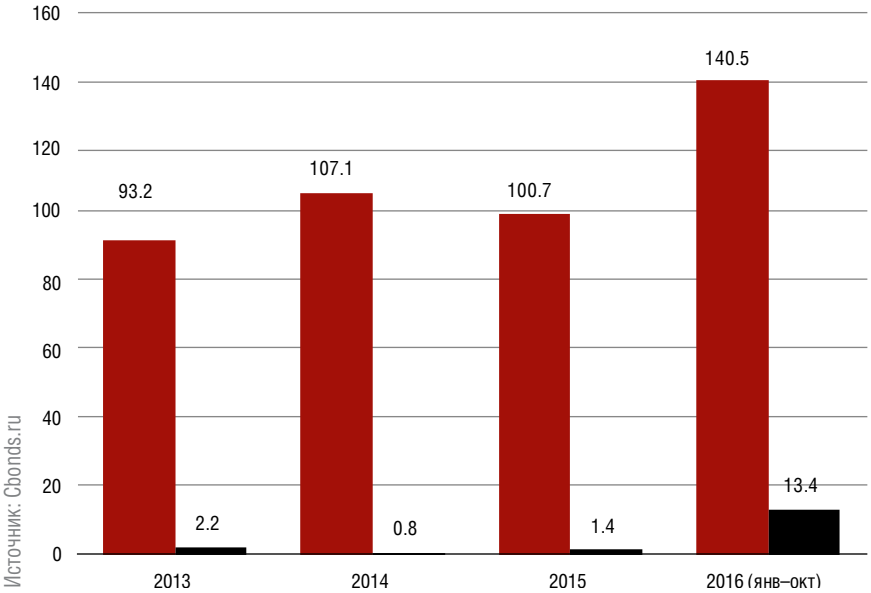
САУДОВСКАЯ АРАВИЯ РАЗМЕСТИЛА КРУПНЕЙШИЙ В ИСТОРИИ РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ EM СУВЕРЕННЫЙ ВЫПУСК

Такой большой объем суверенных выпусков в 2016 году был обеспечен по большей части выпуском Аргентины в $16.5 млрд, который ознаменовал возвращение эмитента на рынок ценных бумаг после 15-летнего перерыва, выпуском Катара в $9 млрд, а также рекордным для рынка еврооблигаций EM выпуском Саудовской Аравии в $17 млрд в октябре 2016 года (см. Рисунок 7). И если книга заявок на выпуск Катара превысила $23 млрд, то на выпуск Саудовской Аравии спрос составил более $67 млрд, а на выпуск Аргентины — практически $70 млрд.

Первая эмиссия внешнего долга Саудовской Аравией — часть обнародованного в ноябре 2015 года масштабного плана по снижению зависимости саудовской экономики от цен на нефть. Из-за их падения Эр-Рияду пришлось сократить госрасходы, урезать субсидии, потратить значительную часть валютных резервов и увеличить заимствования (сначала на внутреннем рынке, теперь — на внешнем). Инвесторы были в значительной степени впечатлены планом Королевства по диверсификации экономики. К 2020 году Саудовская Аравия планирует увеличить объем заимствований до 30% от ВВП с 8% на текущий момент. Для этого в ближайшие годы суверен планирует разместить более $120 млрд долговых обязательств.

В свою очередь, Кувейт планирует привлечь в 2016–2017 годах до $9.9 млрд на международных долговых рынках, чтобы компенсировать дефицит бюджета, связанный с низкими ценами на нефть.

Рисунок 6
Объем новых выпусков государственных и муниципальных еврооблигаций эмитентами Emerging Markets в 2013–2016 годах, $ млрд



ПОГОНЯ ЗА ДОХОДНОСТЬЮ ВОЗВРАЩАЕТ ЕВРОБОНДЫ РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ В ЭПОХУ ДО САНКЦИЙ

Российский рынок еврооблигаций восстанавливается: с января по июль российские эмитенты разместили $12.98 млрд еврооблигаций, что более чем в три раза превышает объем за весь 2015 год ($4.03 млрд). На фоне высокого спроса со стороны иностранных инвесторов в сентябре доходность российских еврооблигаций снизилась до уровня, который в последний раз наблюдался в начале 2013 года. Состоявшееся доразмещение евробондов Минфина на $1.25 млрд подтолкнуло российские компании к активности на рынке международного капитала в октябре.

Только в октябре российские эмитенты разместили практически $3.15 млрд. За один месяц на рынок выходили: Альфа-Банк с первым в истории российского банковского сектора выпуском субординированных бессрочных еврооблигаций ($ 400 млн), Московский Кредитный Банк ($500 млн), Промсвязьбанк ($250 млн), Татфондбанк ($60 млн), аэропорт Домодедово ($350 млн), компания-производитель минеральных удобрений «Еврохим» ($500 млн), нефтегазовая компания «Лукойл» ($1000 млн), а также компа-

ния-производитель золота «Полюс» ($500 млн). Значительная часть привлеченных средств по-прежнему идет на рефинансирование долга, а не на развитие бизнеса.

Объем размещений в октябре стал рекордным с июня 2014 года, когда российские компании разместили на рынке $3.2 млрд (см. Рисунок 8). UBS Group предсказывает дальнейшее оживление в сегменте размещений евробондов, пострадавшем после введения санкций из-за событий на Украине в июле 2014 года.

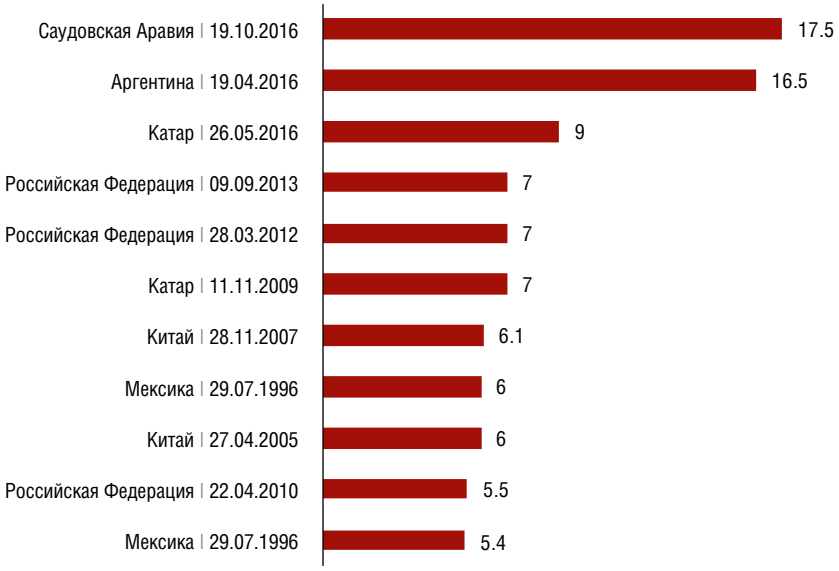
Российские компании начинают присматриваться к рублевым еврооблигациям. «ВТБ Капитал» заявлял, что работает над несколькими сделками по размещению рублевых еврооблигаций для иностранных инвесторов, а Citigroup назвал благоприятными условия для возврата к инструменту, исчезнувшему в период высокой волатильности рубля. Первой на рынок российских еврооблигаций в этом году вышла компания РЖД с бумагами объемом в 15 млрд руб. и сроком погашения в 2023 году. Размещение рублевых евробондов на внешнем рынке дает эмитентам доступ к большему объему ликвидности и позволяет занимать на более долгий срок, чем на отечественном рынке.

РЭНКИНГ ОРГАНИЗАТОРОВ РАЗМЕЩЕНИЙ ЕВРООБЛИГАЦИЙ EM И СНГ

Подводя итоги первых десяти месяцев 2016 года, стоит отметить, что, как и в 2015 году, тройка лидеров среди организаторов осталась неизменной (см. Таблицу 1). Первое место в рэнкинге организаторов размещений еврооблигаций эмитентов региона Emerging Markets занял банк Citigroup, организовавший выпуски бумаг на общую сумму около $44.4 млрд. Таким образом, Citigroup занял 9.6% рынка, опередив HSBC с долей рынка 9.1% и объемом размещения $42.2 млрд. Кроме того, Citigroup занял первое место в рэнкинге по Африке и Ближнему Востоку. Почетное третье место по версии Cbonds занял банк JP Morgan с квотой $41.6 млрд (8.97% рынка).

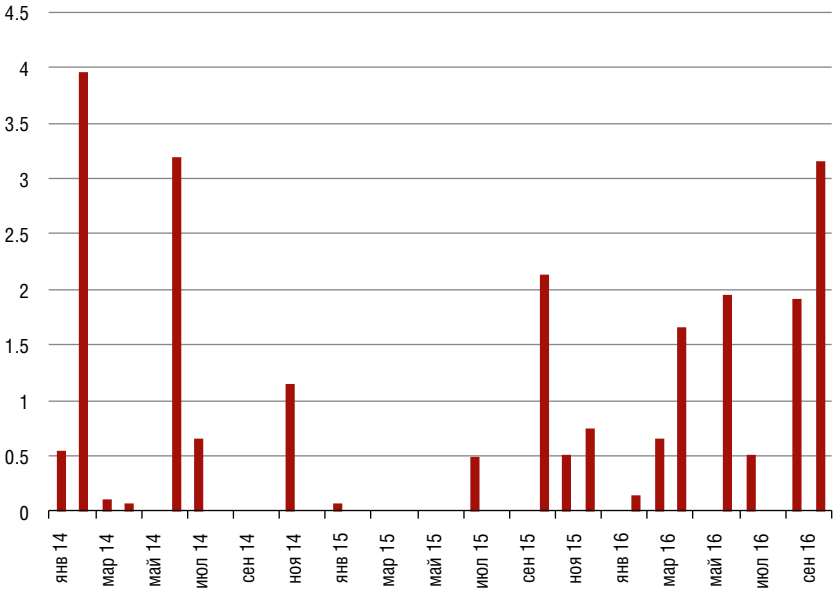
Лидером в ренкинге организаторов размещений еврооблигаций эмитентов региона СНГ стал банк «ВТБ Капитал» с квотой в $4.02 млрд (24% рынка), организовавший выпуски Global Ports, ГТЛК, Евраза, Совкомфлота, Банка «Открытие», «Полюса», РЖД и суверенного выпуска России. Второе и третье места заняли банки JP Morgan (квота $2.85 млрд) и Citigroup (квота $2.1 млрд) соответственно.

Рисунок 7. Крупнейшие суверенные выпуски эмитентами региона Emerging Markets, $ млрд



Источник: Cbonds.ru

Рисунок 8. Объем новых выпусков еврооблигаций эмитентами РФ в 2014-2016 годах, $ млрд



Источник: Cbonds.ru

Таблица 1. Топ-10 банков - организаторов размещений еврооблигаций Plain Vanilla эмитентов региона Emerging Markets за январь-октябрь 2016 года

#	Инвестиционный банк	Объем, млн. USD	Доля рынка	Кол-во эмитентов	Кол-во эмиссий
1	Citigroup	44 421	9.58%	151	239
2	HSBC	42 179	9.09%	170	280
3	JP Morgan	41 614	8.97%	132	205
4	Bank of America Merrill Lynch	29 533	6.37%	93	155
5	Deutsche Bank	20 133	4.34%	69	97
6	BNP Paribas	17 332	3.74%	55	93
7	Barclays	16 621	3.58%	51	91
8	Credit Suisse	15 585	3.36%	65	98
9	Goldman Sachs	15 035	3.24%	46	88
10	Standard Chartered Bank	14 816	3.19%	94	138
Сумма:		**257 269**	**55.47%**		

Источник: Cbonds.ru