Павел ГРУДИНКИН,
эксперт по международным
долговым рынкам, Cbonds

Emerging Markets возвращаются

Несмотря на повышение ставки ФРС в марте, спрос на еврооблигации emerging markets по-прежнему остается высоким. Предвыборная политическая волатильность в Европе и позитивные макроэкономические данные из развивающихся стран стали основными драйверами рынка. Сложившаяся благоприятная ситуация привела к росту количества новых размещений. В первом квартале 2017 года эмитентам EM удалось занять на внешних рынках $213.7 млрд, а объем новых выпусков в марте достиг $89 млрд и стал рекордным за последние несколько лет.

МИРОВЫЕ РЫНКИ

Уверенность инвесторов в ускорении экономического роста и повышении темпов инфляции в США к концу первого квартала сменилась сомнениями. Инфляция после роста на 1.05% с ноября по февраль впервые продемонстрировала отрицательную динамику в марте, снизившись до 2.38%. Рост ВВП также замедлился и, по прогнозам ФРС, в первом квартале составит 1.3% в годовом исчислении. Конгресс США, со своей стороны, не торопится принимать план фискального стимулирования экономики, который призван дать мощный толчок экономическому росту. В сложившейся ситуации действия мегарегулятора весьма ограничены. Несмотря на то что ФРС сохранила прежний курс и подняла ставку по федеральным фондам в марте, дальнейшее ужесточение монетарной политики в ближайшее время маловероятно.

После объявления о повышении ставки доходности государственных облигаций США упали до минимальных значений с начала года. Доходность десятилетних облигаций снизилась с 2.62% до 2.24% по состоянию на 20 апреля. Снижение инфляции и перспективы того, что ФРС снизит темпы повышения процентных ставок, стимулировали высокий спрос на US Treasuries. Кроме этого, важным фактором выступила политическая волатильность в Европе. Оценивая риски, многие европейские инвесторы предпочли избавиться от государственных облигаций Франции и Италии. Денежные потоки из Европы были перенаправлены в безрисковые облигации США и еврооблигации EM.

ДОХОДНОСТИ ЕВРООБЛИГАЦИЙ EM СНИЗИЛИСЬ

В марте иностранные инвесторы столкнулись с необходимостью переоценки качества активов EM. Экономика Китая, локомотива развивающегося мира, продемонстрировала признаки стабилизации и ускорения роста. Рост ВВП страны в первом квартале 2017 года составил 6.9% в годовом исчислении, значительно превысив прогнозируемые 6.5%. Экспорт в

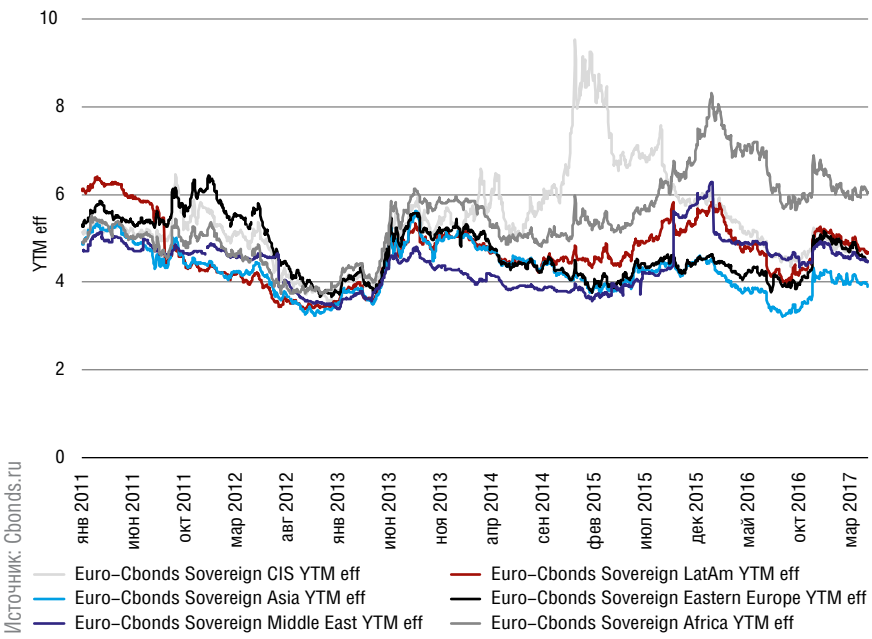
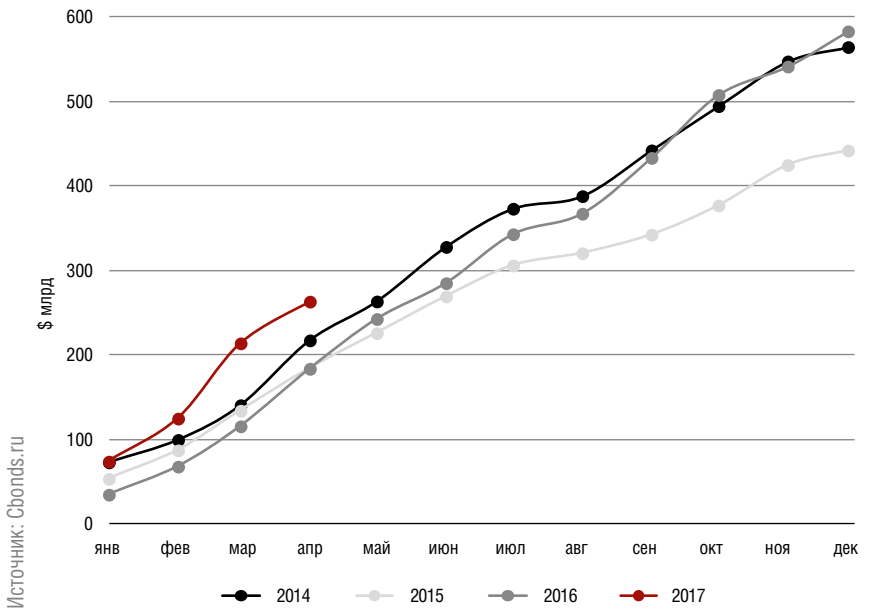


Рисунок 1
Динамика доходностей к погашению суверенных еврооблигаций EM, индексы Euro-Cbonds, %

Рисунок 2
Динамика новых выпусков еврооблигаций plain vanilla на рынках EM в 2014-2017 годах



марте вырос на 16.4% при прогнозе роста в 5%. Рост экспорта привел к профициту сальдо торгового баланса в $23.93 млрд. Для сравнения: в феврале был зафиксирован дефицит торгового баланса в $9.15 млрд. Согласно данным IHS Markit, совокупный индекс PMI развивающихся стран в марте достиг наивысшего значения за последние три года. Позитивные макроэкономические данные и рост цен на сырьевые товары под конец первого квартала обеспечили благоприятную конъюнктуру на развивающихся рынках.

В последние три месяца 2016 года, по данным IIF (Institute of International Finance), чистый отток капитала из развивающихся стран составил $238 млрд. Однако по результатам первого квартала 2017 года был зафиксирован чистый приток капитала на развивающиеся рынки в размере $28.6 млрд. При этом положительных значений этот показатель достиг впервые со второго квартала 2014 года. Таким образом, по мере улучшения макроэкономической конъюнктуры инвесторы начали активно возвращаться на рынки EM.

Благодаря высокому спросу со стороны инвесторов доходности еврооблигаций развивающихся рынков значительно снизились (см. Рисунок 1). Так, доходности суверенных еврооблигаций Восточной Европы по сравнению с началом года опустились на 52 б.п., Латинской Америки — на 50 б.п., Азии — на 34 б.п. Согласно индексу J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index, спред суверенных еврооблигаций развивающихся стран, номинированных в долларах относительно US Treasuries, составил в марте 2.99%, что является наименьшим значением с сентября 2014 года. Спреды корпоративных еврооблигаций также колеблются около минимальных значений за последние пять лет.

БУМ НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ

С начала года эмитенты из развивающихся стран разместили рекордный объем на первичном рынке еврооблигаций. Объем новых выпусков по состоянию на 20 апреля составил $263 млрд, что является самым высоким показателем за последние четыре года и практически в полтора раза превышает значение за аналогичный период прошлого года. Самым активным месяцем текущего года стал март, в течение которого было выпущено бумаг на $89 млрд. Ситуация на рынке позволила эмитентам привлечь средства по выгодным ставкам.

Несмотря на успешную динамику, стремительный рост рынка вызывает у некоторых инвесторов опасения. Долговая нагрузка на развивающихся рынках достигла самого высокого уровня за период после финансового кризиса 2008 года. По данным IIF, общая задолженность развивающихся стран, включая банковские кредиты и облигации, достигла 215% от валового внутреннего продукта этих стран за истекший период 2017 года против

146% в 2006 году. Серьезные трудности также могут возникнуть в случае укрепления доллара, так как обслуживание и погашение долга станет более дорогостоящим. Долг Аргентины, Бразилии, Турции и Индонезии, номинированный в долларах, составляет более 20% от ВВП перечисленных стран. По данным Fitch Ratings, именно эти страны могут сильнее всего пострадать, если ралли доллара возобновится.

В региональном разрезе лидерство по объему новых размещений за первый квартал 2017 года традиционно осталось за Азией — $95.9 млрд, следом идут Латинская Америка — $46.2 млрд и Ближний Восток — $31.9 млрд. На суверенные выпуски пришлось $68.3 млрд, или 32% от общего объема новых эмиссий, а на корпоративные и муниципальные — $145.3 млрд.

Доходности облигаций в большинстве развитых стран все еще находятся на своих исторических минимумах. Инвесторы в поисках более высоких доходностей вкладывают все больше денег в еврооблигации развивающихся рынков. В условиях высокого спроса спреды при размещении могут не отражать текущих кредитных рисков. В качестве примера можно привести 11-летний выпуск Боливии объемом $1 млрд. Несмотря на «мусорный» рейтинг эмитента BB/Ba3/BB- (S&P/Moody's/Fitch), облигации были размещены с первичной доходностью 4.61% и спредом к US Treasuries лишь в 200 б.п. В течение месяца цена на облигации снизилась с 99.104% от номинала до 97.57%.

ОБЪЕМ ЕВРОЭМИССИЙ РАСТЕТ

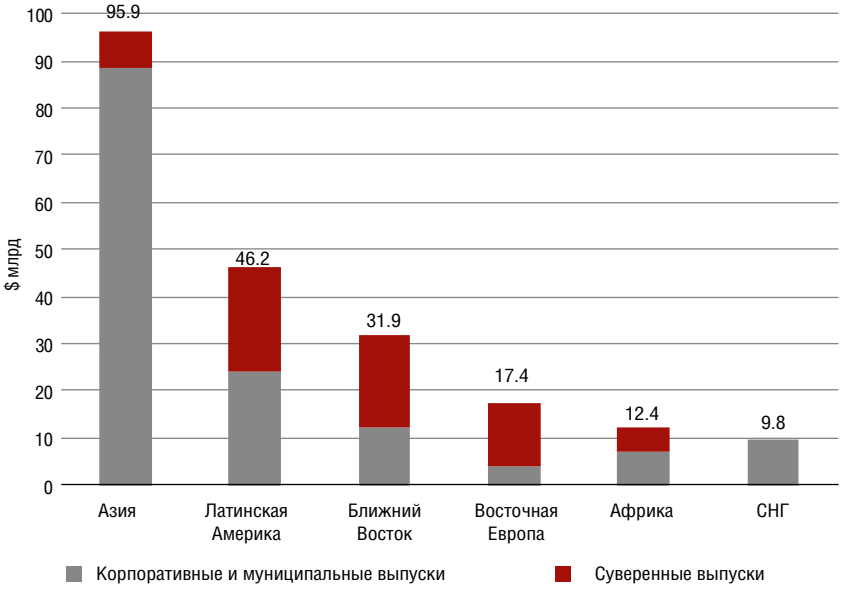
Представители emerging markets в первом квартале 2017 года смогли привлечь $30.6 млрд, используя еврооблигации, номинированные в евро. Объем новых выпусков в данной валюте достиг наивысшего значения за последние два года. Политическая волатильность в Европе, а также низкие доходности на европейском investment grade рынке способствовали значительному интересу европейских инвесторов к высокодоходным облигациям развивающихся рынков. Эмитенты, в свою очередь, воспользовались возможностью диверсифицировать свою долговую нагрузку. С начала года крупные выпуски еврооблигаций в евро разместили как суверенные эмитенты (Польша, Хорватия, Словения, Словакия, Израиль, Тунис), так и корпоративные (Pemex, China Development Bank).

Несмотря на экономические и политические сложности, с которыми столкнулась Мексика в начале года, мексиканский нефтяной гигант Pemex вышел на рынок с самым большим в истории среди эмитентов EM выпуском еврооблигаций в евро. Объем эмиссии, состоящей из трех траншей, составил 4.25 млрд евро. Предыдущий рекорд принадлежал израильской компании Teva Pharmaceutical's, которая в июле 2016 года разместила выпуск объемом 4 млрд евро.

Рекордный выпуск пользовался высоким спросом. Спрос на транш со сроком обращения 4.5 года составил 5.9 млрд евро, семилетние бумаги собрали спрос на 5.7 млрд евро, объем заявок на облигации сроком обращения 11 лет составил 6 млрд евро. Организаторами сделки выступили BNP Paribas, Credit Agricole, Deutsche Bank и HSBC. Начальные ориентиры доходности были установлены на уровне 2.5% для первого транша со спредом к mid-swaps в 240 б.п., на уровне 3.75% со спредом в 340 б.п. для второго транша и 4.875% со спредом в 405 б.п. для третьего транша. В результате выпуск был размещен с доходностями 2.512%, 3.839% и 4.979% соответственно. Несмотря на то что в результате размещения ориентир доходности был повышен, новая эмиссия была размещена значительно успешнее, чем предыдущий выпуск эмитента, номинированный в евро. В марте 2016 года доходность трехлетнего выпуска объемом 0.9 млрд евро составила 5.21%.

С НАЧАЛА ГОДА ЭМИТЕНТЫ ИЗ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН РАЗМЕСТИЛИ РЕКОРДНЫЙ ОБЪЕМ НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ ЕВРООБЛИГАЦИЙ — $263 МЛРД

Рисунок 3
Объем новых выпусков еврооблигаций plain vanilla на рынках EM по регионам мира за первый квартал 2017 года



Источник: Cbonds.ru

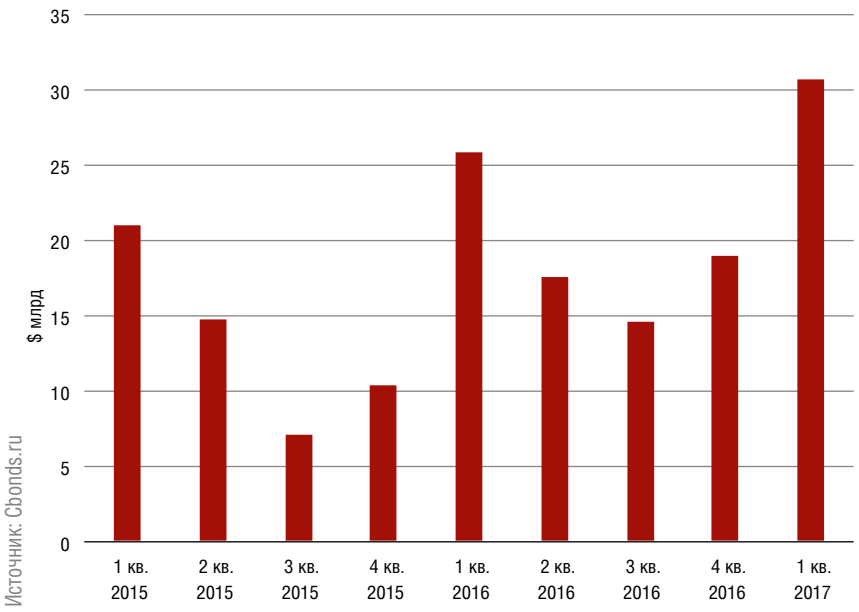


Рисунок 4
Объем новых выпусков еврооблигаций plain vanilla emerging markets, номинированных в евро в 2015–2017 годах

В АПРЕЛЕ САУДОВСКАЯ АРАВИЯ ВНОВЬ ПОСТАВИЛА РЕКОРД, РАЗМЕСТИВ КРУПНЕЙШИЙ В ИСТОРИИ ВЫПУСК ОБЛИГАЦИЙ СУКУК НА $9 МЛРД

САУДОВСКАЯ АРАВИЯ СТАВИТ НОВЫЙ РЕКОРД

Саудовская Аравия, как и остальные страны-экспортеры нефти на Ближнем Востоке, столкнулась с проблемой бюджетного дефицита, вызванного падением цен на нефть. Бюджетный дефицит страны, достигший своего максимального значения $98 млрд в 2015 году, в 2016 году снизился до $79 млрд. Причиной снижения стали меры жесткой экономии и проведение реформ, направленных на снижение зависимости экономики от нефтяного экспорта. По прогнозам Министерства финансов Саудовской Аравии, в 2017 году бюджетный дефицит страны должен уменьшиться до $53 млрд. Помимо этого, правительство страны ставит пред собой цель к 2020 году полностью сбалансировать бюджет за счет диверсификации промышленности и роста частного сектора экономики.

В октябре 2016 года Саудовская Аравия впервые вышла на рынок еврооблигаций, разместив рекордный для рынка EM выпуск объемом $17.5 млрд. При этом представители Министерства финансов страны заявляли, что продолжат использовать еврооблигации как основной механизм финансирования проводимых в стране реформ.

В марте 2017 года Fitch Ratings понизило рейтинг Саудовской Аравии на одну ступень до уровня A+ в связи с высоким бюджетным дефицитом в 2016 году. Рейтинговое агентство также выразило сомнения по поводу перспектив реализации амбициозного плана реформ правительства. Несмотря на это инвесторы не изменили своих высоких оценок кредитоспособности страны, так как Саудовская Аравия остается одним из немногих эмитентов EM с высоким рейтингом инвестиционной категории.

Уже в апреле 2017 года Саудовская Аравия вновь поставила рекорд на рынке еврооблигаций развивающихся стран, на этот раз разместив крупнейший в истории выпуск облигаций сукук. Эмиссия объемом $9 млрд была выпущена двумя траншами по $4.5 млрд со сроком обращения пять и десять лет. Организаторами сделки выступили BNP Paribas, Citigroup, JP Morgan, Deutsche Bank, HSBC и National Commercial Bank. Книга заявок на еврооблигации была переподписана более чем в 3.5 раза и достигла $33 млрд. Благодаря колоссальному спросу первоначальные ориентиры спреда к US Treasuries в 105 и 145 б.п. удалось снизить до 100 и 140 б.п. для пятилетнего и десятилетнего транша соответственно. Доходности первичного размещения составили 2.91% для пятилетнего транша и 3.66% для десятилетнего. Крупнейшая эмиссия еврооблигаций сукук, помимо всего прочего, стала самым крупным размещением с начала года. До выхода Саудовской Аравии на рынок самой большой сделкой был выпуск Кувейта объемом $8 млрд, состоящий из двух траншей на пять и десять лет.

СНГ

Крупнейшей сделкой на рынке еврооблигаций СНГ стал выпуск казахской национальной нефтяной компании «КазМунайГаз». Выпуск объемом $2.75 млрд был размещен тремя траншей со сроками обращения пять, десять и тридцать лет. Высокий спрос со стороны инвесторов ($6.5 млрд для трех траншей) позволил эмитенту снизить ориентир доходности в ходе размещения. Доходности размещения составили 3.95%, 4.875% и 5.875% для пятилетнего, десятилетнего и тридцатилетнего траншей соответственно. По сообщениям пресс-службы компании, привлеченные средства планируется использовать для общекорпоративных целей и рефинансирования текущей задолженности.

Активность на первичном рынке еврооблигаций России приближается к докризисному уровню. Боль-

шой объем погашений в течение года заставил многих эмитентов выйти на рынок с целью рефинансирования текущей задолженности.

После погашения в середине марта эмиссии объемом 1.4 млрд евро «Газпром» вышел на рынок сразу с двумя новыми выпусками. Сначала впервые за три года были размещены еврооблигации, номинированные в долларах, с десятилетним сроком обращения и объемом $750 млн. Спрос на долларовый выпуск составил $3 млрд, а первоначальный ориентир доходности в ходе размещения был снижен с 5.25% до 4.95%. После этого был размещен выпуск в фунтах стерлингов на рекордную для российского эмитента сумму 850 млн фунтов стерлингов. В ходе размещения было подано заявок на 1.5 млрд фунтов стерлингов, доходность размещения составила 4.25%.

В середине марта «Евраз» разместил эмиссию объемом $750 млн, одновременно осуществив успешный выкуп еврооблигаций с погашением в 2018 и 2020 годах на общую сумму $682 млн. Спрос на новый выпуск составил $2 млрд, ориентир доходности в ходе размещения был снижен с 5.5% до 5.375%.

Московский Кредитный Банк также успешно рефинансировал свой долг, выкупив $393 млн субординированных еврооблигаций с погашением в 2018 году и выпустив новую субординированную эмиссию объемом $600 млн со ставкой купона 7.5% и сроком обращения 10.5 лет. Спрос на новый выпуск достиг $2.5 млрд.

Самой крупной сделкой среди российских эмитентов стал выпуск «Норильского Никеля» сроком обращения семь лет и объемом $1 млрд. Кредитный рейтинг выше национального обеспечил эмитенту высокий спрос на еврооблигации. Книга заявок открылась с первоначальным ориентиром доходности в 4.5%, спрос составил $3.2 млрд. В ходе размещения ориентир доходности был снижен до 4.1%, а финальный спрос составил $2 млрд.

Рублевый сегмент рынка еврооблигаций продолжает расти. Российские эмитенты воспользовались ростом спроса на рублевые активы со стороны иностранных инвесторов. С начала года на международный рынок с еврооблигациями, номинированными в рублях, вышли РЖД, Альфа-Банк и X5 Retail Group. Спрос на выпуски в рублях значительно превышал предложение, при этом доходности размещенных эмиссий оказались существенно ниже доходностей на внутреннем рынке.

Главным событием на рынке еврооблигаций Украины стала успешная реструктуризация «Метинвеста». В результате достигнутого соглашения с инвесторами три выпуска гарантированных облигаций компании с погашением в 2016, 2017 и 2018 годах были обменяны на новый выпуск объемом $1.2 млрд с погашением в конце 2021 года. После успешной реструктуризации задолженности кредитные рейтинги родительской компании Metinvest B.V. были повышены с уровня Caa3/негативный до уровня Caa2/стабильный от Moody's и с уровня RD до уровня B/стабильный от Fitch Ratings.

Благоприятная ситуация на рынке еврооблигаций развивающихся стран привела к тому, что инвесторы начали переоценивать текущие риски. Ужесточение монетарной политики ФРС не оказало ожидаемого влияния на конъюнктуру рынка. Первый квартал текущего года ознаменовался высокой активностью в первичном сегменте и ростом спроса со стороны инвесторов. Несмотря на это, вопрос о том, к чему может привести продолжающийся рост долговой нагрузки на развивающихся рынках, занимает важное место в текущей повестке дня.

Таблица 1
Топ-10 банков — организаторов размещений еврооблигаций EM в первом квартале 2017 года

№	Инвестиционный банк	Объем, $ млн	Доля рынка, %	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	JP Morgan	21374.39	10.31%	78	107
2	Citigroup	18238.07	8.80%	66	90
3	HSBC	17633.77	8.51%	82	118
4	Deutsche Bank	11795.88	5.69%	38	62
5	Standard Chartered Bank	10907.12	5.26%	54	77
6	Bank of America Merrill Lynch	8015.37	3.87%	40	49
7	BNP Paribas	7389.83	3.57%	31	47
8	Barclays	6376.30	3.08%	20	32
9	Morgan Stanley	5924.91	2.86%	25	33
10	Goldman Sachs	5734.43	2.77%	21	31

Источник: Cbonds.ru

Таблица 2
Топ-10 юридических консультантов эмитентов и организаторов еврооблигаций EM в первом квартале 2017 года

№	Юридическая фирма	Количество эмиссий	Количество эмитентов
1	Linklaters	97	61
2	Clifford Chance	78	57
3	Allen & Overy	76	54
4	Cleary Gottlieb Steen & Hamilton	51	30
5	Davis Polk	34	25
6	King & Wood Mallesons	30	22
7	Shearman & Sterling	25	19
8	Maples & Calder	24	20
9	Walkers	18	12
10–12	Latham & Watkins	16	16
10–12	Commerce & Finance	16	12
10–12	Sidley Austin	16	12

Источник: Cbonds.ru