Павел ГРУДИНКИН,
руководитель проекта
развивающихся рынков, Cbonds

Новая реальность для развивающихся рынков

Прошлый год стал одним из самых успешных для развивающихся рынков за последнее время. Планомерное сворачивание глобальными мегарегуляторами программ количественного смягчения не смогло изменить позитивного отношения инвесторов к активам Emerging Markets (EM). Благоприятная макроэкономическая ситуация и высокий аппетит к риску со стороны инвесторов способствовали рекордной активности на первичном рынке еврооблигаций. Несмотря на это, уже с начала 2018 года участники рынка были вынуждены принимать решения в новых условиях. Рост доходностей US Treasuries и переоценка инвесторами привлекательности премий за кредитные риски выступили противовесом продолжающемуся росту экономик стран EM. В условиях усиления волатильности активность на первичном рынке сохранилась на высоком уровне, однако «окна» для размещений стали меньше.

КОНЕЦ ЭПОХИ QE

Наличие избыточной ликвидности стало одним из основных драйверов позитивной динамики на рынке еврооблигаций EM в прошлом году. Инвесторы из развитых рынков в поисках доходностей охотно принимали на себя дополнительные кредитные риски. Несмотря на заявления о планах постепенного сокращения программ монетарного стимулирования в течение года, регуляторы не спешили переходить от слов к делу. Процентные ставки ЕЦБ, Банка Англии и Банка Японии находились на исторически минимальных уровнях. Кроме этого, также осуществлялись значительные по объему программы выкупа активов.

Планомерное изменение монетарной политики проводила лишь Федеральная резервная система. Главный мегарегулятор осуществил три повышения ставки по федеральным фондам в 2017 году, а также с октября начал программу сокращения своего портфеля ценных бумаг. Однако действия ФРС имели для рынков отложенный характер в связи с плавностью проводимых мер. Участники рынка ставили вопрос не об ужесточении монетарной политики ФРС как таковом, а о том, как быстро оно будет осуществляться.

Налоговая реформа в США, запущенная администрацией Трампа, стала причиной практически двукратного увеличения дефицита бюджета страны в 2018 году.

В таких условиях Министерство финансов США вышло на рынок с рекордными заимствованиями. Увеличение предложения казначейских бумаг на еженедельных аукционах привело к значительному изъятию долларовой ликвидности с рынка. ФРС в новом году продолжила ужесточение монетарной политики. Ставка по федеральным фондам была повышена в марте и может быть повышена еще два-три раза в течение года. Результатом всего этого стал стремительный рост доходностей американских казначейских бумаг. Доходности десятилетних US Treasuries выросли до своих максимальных значений за десять лет и практически достигли отметки в 3%. Индикатором снижения ликвидности доллара может служить рост ставки заимствования на межбанковском рынке. Ставка 3m Libor USD с начала года выросла на 62 б.п. и достигла 2.32% в апреле. Данные факты говорят о том, что эпоха количественного смягчения для доллара, похоже, ушла в прошлое.

Денежно-кредитная политика остальных глобальных регуляторов остается мягкой. Так, ЕЦБ объявил о сохранении программы по выкупу активов на 30 млрд евро в месяц до сентября 2018-го. Вероятности повышения ставок ЕЦБ, Банка Англии и Банка Японии в текущем году также маловероятны. Избыточная ликвидность из Европы и Японии продолжает поддерживать долговые рынки. Однако текущая конъюнктура сильно отличается от той, что была на рынке в прошлом году.

ЕВРООБЛИГАЦИЙ EM: ПЕРЕОЦЕНКА ПРЕМИЙ

Рост доходностей казначейских облигаций США привел к переоценке инвесторами привлекательности премий на развивающихся рынках. Результатом этого стало увеличение потоков капитала в долларовые облигации с более высоким кредитным качеством, которые в текущих условиях начинают обеспечивать приемлемый уровень доходности для консервативных инвесторов. По данным IIF (Institute of International Finance), чистый отток капитала из фондов, ориентированных на активы EM, в феврале составил $4.5 млрд.

Вопреки благоприятным макроэкономическим данным снижение спроса со стороны инвесторов привело к росту доходностей еврооблигаций развивающихся рынков. Так, доходности суверенных еврооблигаций Восточной Европы с начала года выросли на 64 б.п., Африки — на 49 б.п., Азии — на 44 б.п. Индекс JPMorgan global EM bond (TR) в текущем году снизился на 2.3%, после прироста общей доходности на 9.1% за 2017 год.

Сложившаяся на рынке ситуация создает дополнительные сложности для заемщиков из EM. В течение ближайших двух лет им предстоит погасить долговые обязательства на $513 млрд. Эмитенты вынуждены выходить на рынок с новыми размещениями с целью рефинансирования текущей задолженности. При снижении спроса новые выпуски будут размещаться с премией к рынку. Таким образом, в ближайшее время

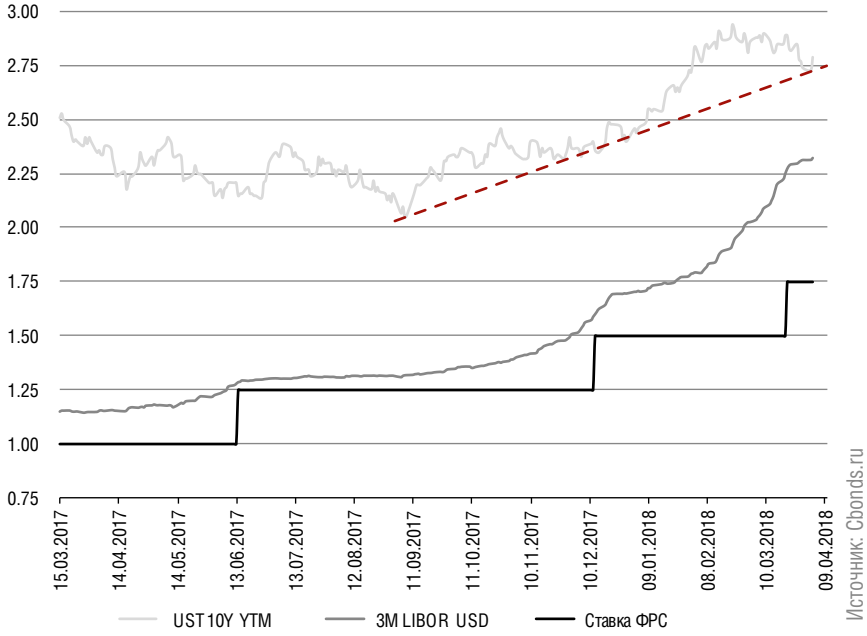
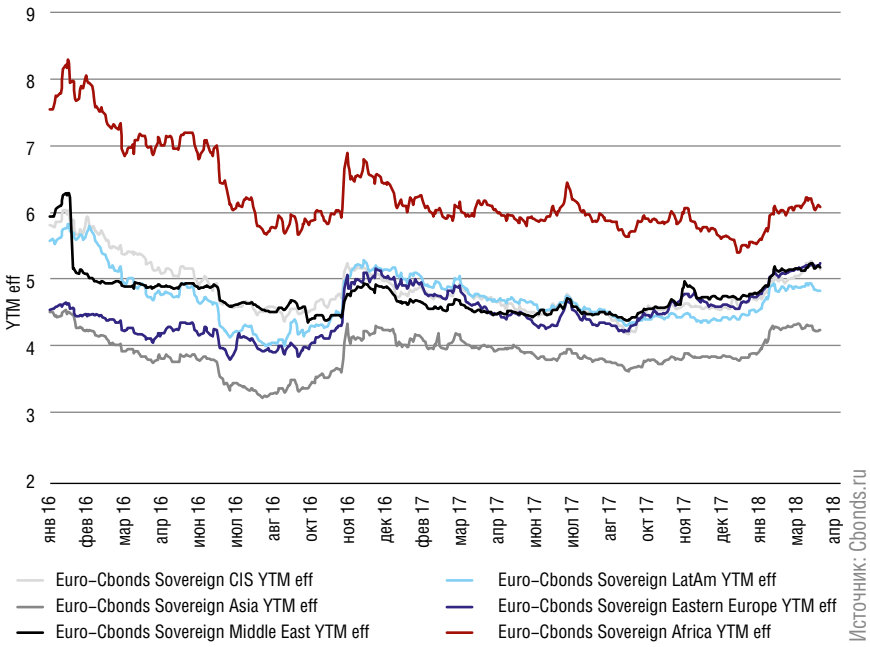


Рисунок 1
Динамика ставки ФРС, 3M LIBOR USD и доходностей UST 10Y, %

Рисунок 2
Динамика доходностей к погашению суверенных еврооблигаций EM, индексы Euro-Cbonds, %



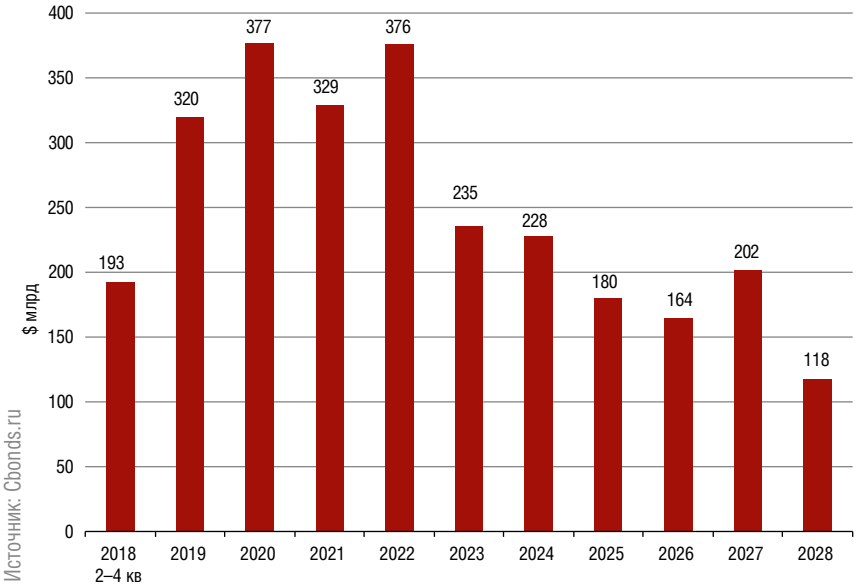


Рисунок 3
Планируемые погашения еврооблигаций EM

мы можем увидеть продолжение роста доходностей еврооблигаций EM при одновременном сохранении высокого уровня активности на первичном рынке.

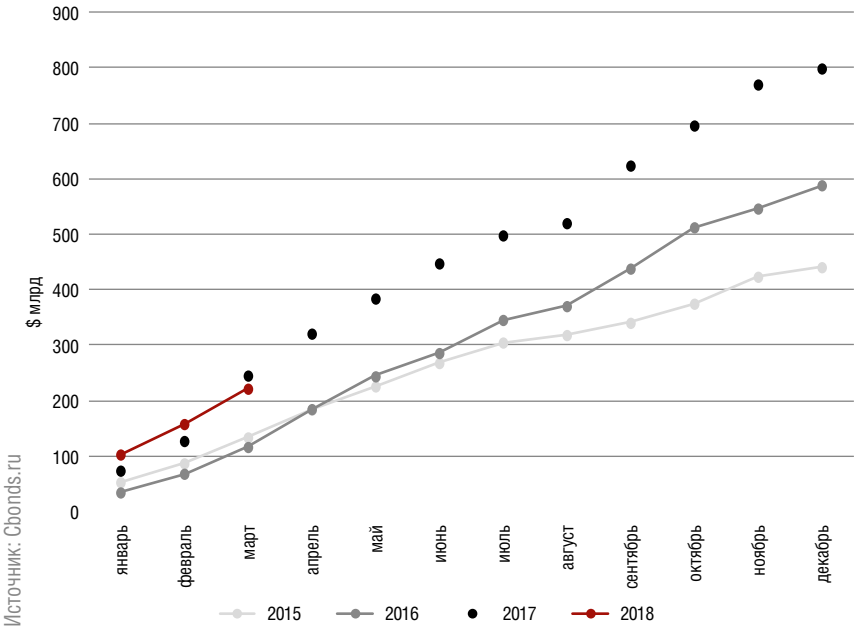
АКТИВНОСТЬ НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ

В первом квартале 2018 года эмитенты развивающихся рынков сохранили высокую активность на первичном рынке еврооблигаций. Объем новых выпусков составил $222 млрд, практически достигнув рекордного значения прошлого года — $245 млрд. Несмотря на рост премий, эмитенты поспешили выйти на рынок, опасаясь скорого ухудшения рыночной конъюнктуры. С ростом волатильности на рынке «окна» для размещений стали меньше, что привело к концентрации сделок в недельном разрезе. Традиционно высокую активность в начале года продемонстрировали суверенные заемщики, на долю которых пришлось около 29% от общего объема новых выпусков. Корпоративные эмитенты размещали новые выпуски еврооблигаций, оценивая текущие рыночные условия как последнюю возможность рефинансировать задолженность на выгодных условиях.

Увеличение расходов на обслуживание долга экономик EM может стать для рынка серьезным источником нестабильности. В марте МВФ сообщил, что беднейшие страны мира сталкиваются с растущей угрозой долговых кризисов. По данным организации, количество стран, которые испытывают сложности в связи с высокой долговой нагрузкой, удвоилось за последние пять лет. Суверенные заемщики активно финансировали рост бюджетного дефицита за счет привлечения средств на международных рынках. Повышение стоимости заимствований может привести к дефолтам в случае замедления темпов экономического роста. В прошлом году рынок уже видел суверенные дефолты, крупнейшим из которых стал дефолт Венесуэлы. В случае продолжения ужесточения условий рынок может столкнуться с новыми проблемами.

В региональном разрезе лидерство по объему новых размещений за первый квартал 2018 года традиционно осталось за Азией — $99.6 млрд, следом идут Латинская Америка ($48.3 млрд) и Ближний Восток ($31.6 млрд). Корпоративные заемщики с начала года разместили $156 млрд, превысив аналогичный показатель прошлого года. На долю суверенных заемщиков пришлось $64 млрд.

Рисунок 4
Динамика новых выпусков еврооблигаций plain vanilla на рынках EM накопленным итогом в 2015–2018 годах



РОССИЯ СНОВА В ВЫСШЕЙ ЛИГЕ

В феврале рейтинговое агентство S&P Global Ratings повысило кредитный рейтинг России в иностранной валюте до уровня BBB-. Кредитный рейтинг инвестиционного уровня значительно расширяет базу потенциальных инвесторов. Это связано как с преодолением ограничений инвестирования для некоторых видов институциональных инвесторов, так и с включением еврооблигаций инвестиционного рейтинга в основные индексы долговых бумаг развивающихся рынков.

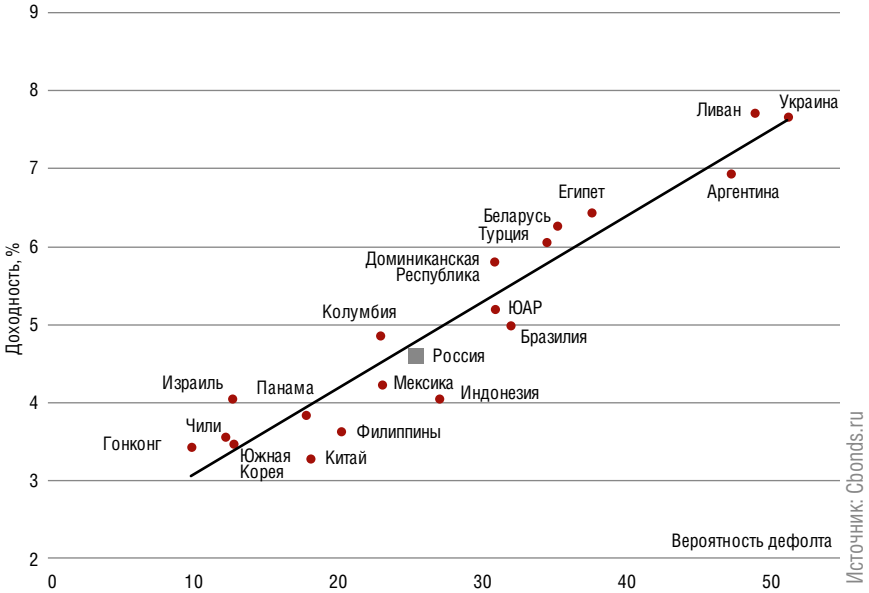
В связи с этим эксперты оценивают потенциальный приток капитала в еврооблигации России в размере $2 млрд в краткосрочной перспективе. Рост спроса на бумаги в обращении теоретически должен привести к снижению доходностей, а также облегчить для Министерства финансов будущие заимствования.

Правда, если не брать в расчет основные источники волатильности рынка. В 2015 году Россия уже лишилась инвестиционного кредитного рейтинга на фоне введения санкций со стороны США и ЕС. С начала года участники рынка снова столкнулись со стремительным ростом геополитических рисков. В марте власти Британии заявили о возможности введения ограничений на торговлю российскими долговыми бумагами на Лондонской бирже, а также о необходимости прекращения клиринга еврооблигаций РФ главными клиринговыми компаниями — Euroclear и Clearstream. Вместе с этим в начале апреля новый пакет ограничений был введен со стороны США. В частности, санкции затронули крупнейшего алюминиевого производителя — «РУСАЛ». Еврооблигации компании значительно потеряли в цене, а сохранение для них вторичного рынка на данный момент остается под большим вопросом. Эти события отпугивают крупных инвесторов от долгосрочных вложений в долговые обязательства России и российских корпоративных заемщиков в связи с высокой степенью неопределенности.

С точки зрения макроэкономических данных Россия по-прежнему остается весьма надежным заемщиком. Отношение долга к ВВП РФ является одним из самых низких среди всех стран ЕМ. Дополнительным положительным фактором выступают международные резервы объемом $457 млрд. Несмотря на это, суверенный долг России торгуется со спредом к долгу суверенных эмитентов с такими же кредитными рейтингами. Так, спред десятилетних еврооблигаций России к десятилетним еврооблигациям Индонезии (BBB- / Baa3 / BBB) составляет 54 б.п. При текущем уровне аппетита к риску еврооблигации России являются весьма привлекательными, однако даже в таких условиях инвесторы требуют дополнительной премии в связи с потенциальными геополитическими рисками.

В середине марта Министерство финансов поспешило выйти на рынок с новыми выпусками еврооблигаций. Спешка, вызванная ухудшением геополитических условий, заставила эмитента сдвинуть размещение на более ранний срок. Эмиссия была выпущена двумя траншами: в виде нового выпуска еврооблигаций объемом $1.5 млрд с погашением в 2029 году и доразмещения к выпуску «Россия 2047» объемом $2.5 млрд. Вопреки волатильности рынка новые выпуски были встречены с большим интересом. Книга заявок была переподписана почти в два раза. Совокупный спрос для двух траншей составил $7.5 млрд, а основными инвесторами стали институциональные инвесторы из Великобритании и США. Единственным организатором выступил «ВТБ Капитал», а сама сделка уже традиционно была проведена с использованием национальной финансовой инфраструктуры.

Несмотря на солидный спрос, новый выпуск сложно назвать успешным. Опасения Минфина по поводу сбора заявок вынудили его к предоставлению внушительных премий к рынку. Так, первоначальный ориентир доходности для транша с погашением в 2029 году



Источник: Cbonds.ru

Рисунок 5
Отношение вероятности дефолта и доходности к погашению десятилетних еврооблигаций суверенных эмитентов ЕМ

Таблица 1
Топ-10 банков — организаторов размещений еврооблигаций ЕМ в I квартале 2018 года

#	Инвестиционный Банк	Объем, $ млн	Доля рынка, %	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	Citigroup	22 974	11.02%	83	109
2	HSBC	18 212	8.73%	80	123
3	JP Morgan	14 164	6.79%	55	77
4	Standard Chartered Bank	11 122	5.33%	62	87
5	Deutsche Bank	10 741	5.15%	35	51
6	Bank of America Merrill Lynch	10 616	5.09%	39	62
7	BNP Paribas	7630	3.66%	38	59
8	Credit Suisse	6228	2.99%	34	48
9	Morgan Stanley	5441	2.61%	29	45
10	Bank of China	4981	2.39%	47	74
	Остальные	**96 399**	**46.24%**	**746**	**1072**
	Всего	**208 507**	**100.00%**	**1248**	**1807**

Эмитент	Рейтинг эмитента (M/S&P/F)	Валюта	Ставка купона	Объем эмиссии	Дата погашения
Израиль	A1/A+/A+	USD	3.25%	1 000 000 000	17.01.2028
Израиль	A1/A+/A+	USD	4.125%	1 000 000 000	17.01.2048
Чили	Aa3/A+/A	USD	3.24%	1 015 000 000	06.02.2028
Мексика	A3/BBB+/BBB+	USD	3.75%	2 000 000 000	11.01.2028
Мексика	A3/BBB+/BBB+	USD	4.6%	600 000 000	10.02.2048
Филиппины	Baa2/BBB/BBB	USD	3%	2 000 000 000	01.02.2028
Индонезия	Baa3/BBB–/BBB	USD	3.75%	1 250 000 000	01.03.2023
Индонезия	Baa3/BBB–/BBB	USD	4.4%	1 750 000 000	01.03.2028
Россия	Ba1/BBB–/BBB–	USD	4.375%	1 500 000 000	21.03.2029
Россия	Ba1/BBB–/BBB–	USD	5.25%	2 500 000 000	23.06.2047
Оман	Baa3/BB/BBB–	USD	4.125%	1 250 000 000	17.01.2023
Оман	Baa3/BB/BBB–	USD	5.625%	2 500 000 000	17.01.2028
Оман	Baa3/BB/BBB–	USD	6.75%	2 750 000 000	17.01.2048
Парагвай	Ba1/BB/BB	USD	5.6%	530 000 000	13.03.2048
Бразилия	Ba2/BB–/BB–	USD	5.625%	1 500 000 000	21.02.2047
Турция	Ba2/BB/BB+	USD	5.125%	2 000 000 000	17.02.2028
Доминиканская Республика	Ba3/BB–/BB–	USD	6.5%	1 000 000 000	15.02.2048
Сенегал	Ba3/B+/–	USD	6.75%	1 000 000 000	13.03.2048
Бахрейн	B1/B+/BB–	USD	6.875%	1 000 000 000	05.10.2025
Аргентина	B2/B+/B	USD	4.625%	1 750 000 000	11.01.2023
Аргентина	B2/B+/B	USD	5.875%	4 250 000 000	11.01.2028
Аргентина	B2/B+/B	USD	6.875%	3 000 000 000	11.01.2048
Кения	B2/B+/B+	USD	7.25%	1 000 000 000	28.02.2028
Кения	B2/B+/B+	USD	8.25%	1 000 000 000	28.02.2048
Нигерия	B2/B/B+	USD	7.143%	1 250 000 000	23.02.2030
Нигерия	B2/B/B+	USD	7.696%	1 250 000 000	23.02.2038
Беларусь	B3/B/B	USD	6.2%	600 000 000	28.02.2030
Египет	B3/B–/B	USD	5.577%	1 250 000 000	21.02.2023
Египет	B3/B–/B	USD	6.588%	1 250 000 000	21.02.2028
Египет	B3/B–/B	USD	7.903%	1 500 000 000	21.02.2048
Эквадор	B3/B–/B	USD	7.875%	3 000 000 000	23.01.2028

Таблица 2
Суверенные долларовые выпуски эмитентов EM в I квартале 2018 года

составил 4.75%, а для доразмещения к выпуску «Россия 2047» — 5.5%. В момент объявления прайсинга выпуск «Россия 2028» торговался с доходностью около 4.5%, а выпуск «Россия 2047» — с доходностью около 5.15%. Стоит отметить, что, хотя в итоге доходности для двух выпусков составили 4.625% и 5.25% соответственно, столь высокий спрос был обеспечен во многом именно благодаря существенным премиям. Если риски введения очередных санкций в отношении России сохранятся, премии при размещении новых выпусков продолжат расти.

СНГ

Крупнейшим выпуском корпоративных еврооблигаций с начала года среди эмитентов СНГ стал выпуск «Метинвеста». Эмиссия была размещена двумя траншами с погашением в 2026-м и 2023 годах объемом $525 млн и $825 млн соответственно. Организаторами выпуска выступили Deutsche Bank, ING, Natixis и UniCredit. Доходности составили 8.94% и 8.15%. Параллельно с этим эмитент заявил о выкупе более $1 млрд еврооблигаций с погашением в 2021 году. Данная сделка является примером постепенного восстановления рынка еврооблигаций Украины после тяжелейшего кризиса. История «Метинвеста» является примером успешной реструктуризации долга крупного эмитента страны, и, без сомнения, это придаст дополнительный импульс развитию рынка и увеличит его инвесторскую базу в ближайшем будущем.

В феврале на рынок с новым выпуском с целью рефинансирования текущей задолженности вышла Беларусь. Эмиссия объемом $600 млн с погашением в 2030 году была размещена с доходностью 6.2%. Спрос при размещении составил $2.8 млрд, а организаторами выпуска выступили Citigroup и RBI Group. Сделку можно считать исключительно успешной, так как высокий спрос обеспечил весьма комфортную доходность. Для сравнения: выпуск Нигерии с сопоставимыми кредитными рейтингами (B / B2 / B+) и погашением также в 2030 году был размещен с доходностью в 7.143%.

Активность на первичном рынке еврооблигаций России в первые месяцы текущего года снизилась в связи с ухудшением конъюнктуры рынка. Объем корпоративных выпусков в первом квартале 2018 года составил $5.5 млрд по сравнению с $7 млрд в первом квартале 2017 года. Уменьшение окон для размещений заставило некоторых эмитентов отложить выпуски. Ярким примером является несостоявшаяся сделка ГТЛК. В феврале компания вышла на рынок с предложением семилетних долларовых еврооблигаций. Первоначальный ориентир доходности еврооблигаций составил 5.5%. Однако в ходе сбора заявок эмитенту не удалось снизить ориентир доходности, что нетипично для крупных выпусков. В результате представители ГТЛК заявили, что выпуск будет отложен в связи с «высокой волатильностью рынка».

Рост доходностей облигаций США является серьезным вызовом для рынка еврооблигаций EM. Большой объем погашений в течение нескольких ближайших лет будет заставлять эмитентов выходить на рынок с новыми выпусками для рефинансирования текущей задолженности. При этом отток капитала из развивающихся рынков неизбежно приведет к росту доходностей и премий для новых выпусков. В таких условиях рынок может столкнуться с растущими сложностями обслуживания долга, выпущенного в предыдущие годы.