Мария РАДЧЕНКО,
руководитель направления анализа долговых рынков,
BCS Global Markets

Яков ЯКОВЛЕВ,
старший аналитик,
BCS Global Markets

Еврооблигации EM: прогулка по тонкому льду, или Насколько зеленее трава у соседа?

Еще несколько лет назад основное внимание российских институциональных и розничных инвесторов в облигации было приковано исключительно к российскому рынку, в то время как еврооблигации других развивающихся рынков были скорее экзотикой. Безусловно, отдельные family-офисы были ориентированы на инвестиции в нероссийские бумаги, однако общим трендом увлечение зарубежными евробондами все же не было. Ситуация изменилась пару лет назад, и прежде всего мы связываем это с ростом дефицита бумаг российских эмитентов.

С одной стороны, санкции закрыли доступ к международным рынкам для российских госбанков и крупных госкомпаний. С другой стороны, снижение корпорациями инвестиционной активности заметно сократило их потребности в кредитах, в итоге объем новых размещений сильно упал.

За последние три года объем российского рынка евробондов сократился на треть — сейчас он составляет лишь около $130 млрд против $185 млрд на начало 2017 года. До 2014 года объем размещений еврооблигаций российскими заемщиками составлял около $50 млрд ежегодно. Для сравнения: в 2018-м объем размещений составил лишь $9 млрд, в 2019 году вырос до примерно $17 млрд, что заметно уступает цифрам до 2014 года.

В условиях сокращения возможностей для инвестиций в российские валютные инструменты инвесторы обратили свой взгляд на заграничные. Но не только дефицит инструментов мотивировал инвесторов. В 2017 году на волне улучшения макроэкономических показателей России доходности евробондов заметно снизились, после чего некоторые инвесторы стали считать, что достигнутый уровень не компенсирует риски, в то время как на других рынках за тот же риск можно получить более высокую доходность. Можно сказать, что апрельские санкции 2018 года подтвердили предположение о недооцененном риске российского рынка, однако насколько верен тезис, что на других рынках выше доходность и ниже риски?

В отличие от глобальных инвестбанков, присутствующих по всему миру и

2019 ГОД БЫЛ ОЧЕНЬ БЛАГОПРИЯТНЫМ ДЛЯ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ EM, В ОЧЕРЕДНОЙ РАЗ ПОДТВЕРДИВ, ЧТО ПРИЛИВ ПОДНИМАЕТ ВСЕ ЛОДКИ

имеющих качественное аналитическое покрытие по долговым рынкам EM, даже самые крупные российские игроки всегда традиционно фокусировались на аналитике по отечественному рынку. На наш субъективный взгляд, предоставление клиентам рекомендаций должно опираться на качественный анализ. Мы в BCS Global Markets в ответ на клиентский запрос по предоставлению аналитики и торговых идей с фокусом на развивающихся рынках пошли по пути партнерства с компанией Tellimer, чья глобальная аналитическая команда покрывает рынки более 80 стран, включая Бразилию, Мексику, Турцию, страны СНГ.

ГДЕ ИСКАТЬ ДОХОДНОСТЬ?

При формировании инвестиционных стратегий для клиентов мы придерживаемся взвешенного подхода с диверсификацией по различным географиям и отраслям. При этом не разделяем тезис, что российские бумаги выглядят дорого по сравнению с бумагами EM сопоставимого кредитного риска. Отметим, что 2019 год был очень благоприятным для долговых рынков EM, в очередной раз подтвердив, что прилив поднимает все лодки. Например, доходность длинных суверенных евробондов России, Мексики и Индонезии изменялась в единой траектории, то есть инвесторы оценили риск стран с сопоставимым кредитным рейтингом примерно одинаково. Заметим, что на начало 2019 года российские бумаги были даже несколько более недооцененными по сравнению с выпусками сопоставимой рейтинговой категории.

С точки зрения диверсификации по отраслям, к сожалению, нельзя сказать, что долговые бумаги развивающихся стран позволяют уйти от «ресурсного» проклятия. К примеру, объем рынка корпоративных еврооблигаций Мексики составляет около $150 млрд, из которых более половины приходится на бумаги государственной нефтяной компании PEMEX. Несмотря на сопоставимые кредитные рейтинги «Газпрома» и PEMEX, более уязвимый кредитный профиль последнего позволяет инвестору заработать дополнительную премию за риск. В моменте премия PEMEX к «Газпрому» превышает 200 б.п., что, на наш взгляд, выглядит привлекательно в краткосрочной перспективе с учетом снижения рисков рефинансирования у PEMEX (в январе 2020 года эмитент разместил два транша еврооблигаций объемом $5 млрд, причем общий спрос со стороны инвесторов составил рекордные $25 млрд). Однако в среднесрочной перспективе мы не ожи-

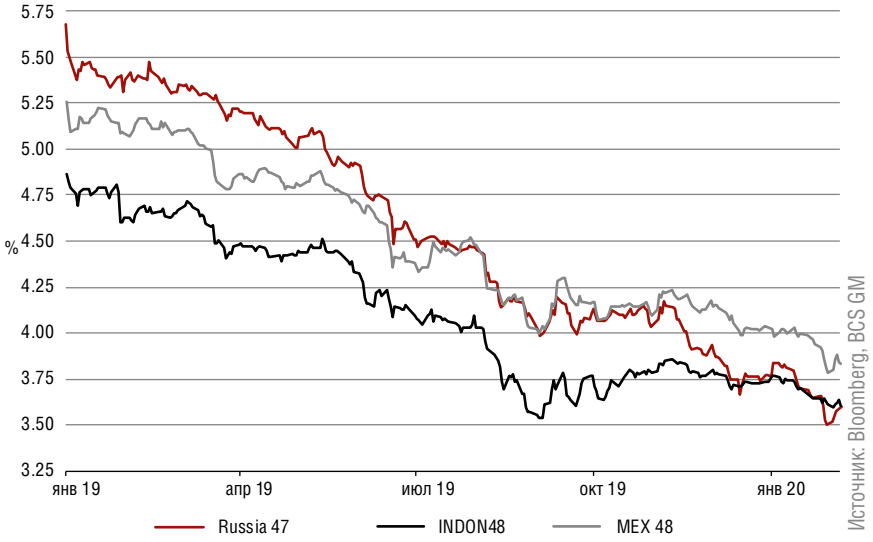


Рисунок 1
Динамика доходности суверенных еврооблигаций России, Мексики и Индонезии

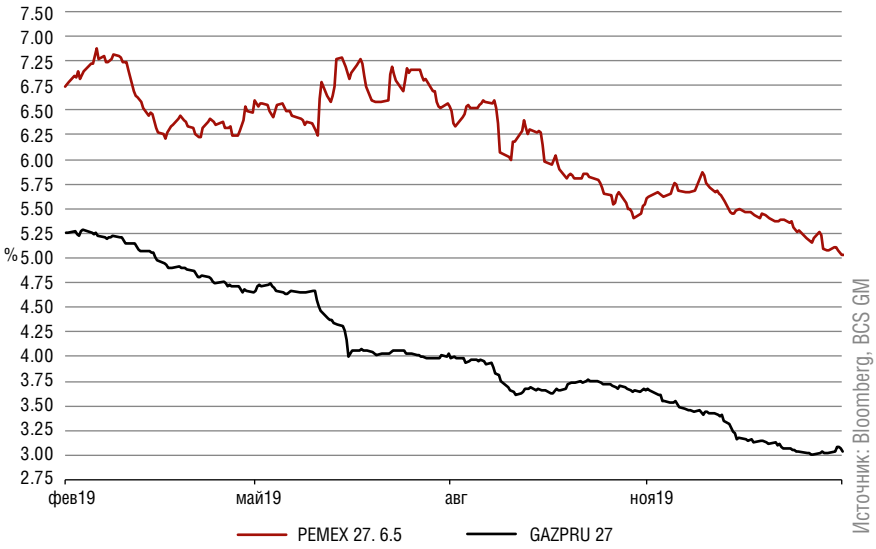


Рисунок 2
Динамика доходности еврооблигаций «Газпрома» (Baa2/BBB-/BBB) и PEMEX (Baa3/BBB+/BB+)

	Страна	Средний рейтинг эмитента	Средний суверенный рейтинг	Спред, б.п.
PEMEX29 — MEX28	Мексика	BBB–	BBB	257
PEMEX27 — MEX27	Мексика	BBB–	BBB	227
PETBRA 27 — BRAZIL 27	Бразилия	BB–	BB–	23
ECOPET 26 — COLOM 26	Колумбия	BBB–	BBB–	37
GAZPRU 26 — RUSSIA 26	Россия	BBB–	BBB–	35
PERTIJ 19 — INDON 29	Индонезия	BBB	BBB	28
KZOKZ 25 — KAZAKS 25	Казахстан	BBB–	BBB–	43
OILGAS 28 — BHRAIN 29	Бахрейн	BB–	B+	50
ARAMCO 29 — KSA 29	Саудовская Аравия	A	A	13

Источник: Bloomberg, BCS GM

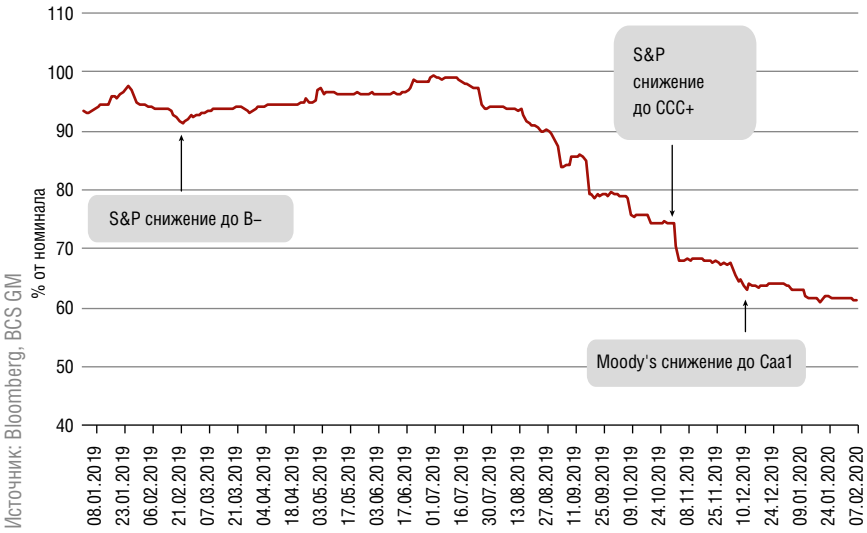
Таблица 1
Спреды квазисуверенных заемщиков к суверенным кривым (на 07.02.2020)

даем заметного сужения спреда. К тому же в случае снижения аппетита к риску при ухудшении макроситуации в Мексике есть риск давления на бумаги PEMEX, в то время как усиление давления на бумаги «Газпрома» маловероятно из-за его крепкого кредитного качества и низких потребностей в рефинансировании.

Тем не менее PEMEX остается «квазисувереном», дающим самую большую премию в доходности к суверенному риску. Выпуски государственных энергетических компаний в России, Казахстане, Бразилии, Колумбии, Индонезии, Саудовской Аравии, Бахрейне на горизонте 5–10 лет позволяют зафиксировать доходность лишь на 10–50 б.п. выше, чем по суверенным выпускам аналогичной дюрации. Тогда как PEMEX позволяет заработать 200–260 б.п. сверх того, что предлагает суверенная кривая Мексики. Если операционный профиль PEMEX будет улучшаться, спред к суверенным выпускам может еще больше сократиться.

Мы также видим отдельные привлекательные возможности для инвесторов, инвестирующих в евро. На наш взгляд, по-прежнему неплохо смотрится выпуск мексиканской финансовой компании Credito Real с погашением в 2027 году и колл-опционом в 2022 году. Выпуск справедливо оценен относительно долларовых бумаг эмитента (спред к суверенной кривой в евро не выглядит расширенным по сравнению с аналогичным спредом долларовых бумаг). В то же время при общем дефиците выпусков Emerging Markets в евро CREAL27 — один из немногих выпусков с приемлемым кредитным качеством (рейтинг BB+), предлагающих доходность выше 3%. Заметим, однако, что еврооблигации Московского кредитного банка в евро также предлагают доходность примерно 3% на срок 3.5 года, что сопоставимо с уровнем Credito Real, однако рейтинг МКБ на 2 ступени ниже.

Рисунок 3
Динамика цены еврооблигаций Petra Diamonds (PDLLN 2022)



Источник: Bloomberg, BCS GM

С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ДИВЕРСИФИКАЦИИ ПО ОТРАСЛЯМ, НЕЛЬЗЯ СКАЗАТЬ, ЧТО ДОЛГОВЫЕ БУМАГИ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН ПОЗВОЛЯЮТ УЙТИ ОТ «РЕСУРСНОГО» ПРОКЛЯТИЯ

КАК НЕ ПРОВАЛИТЬСЯ ПОД ЛЕД?

Мы приветствуем стремление российских инвесторов к географической диверсификации, однако обращаем внимание на важность оценки кредитных рисков. Ярким примером недооценки риска может служить динамика котировок еврооблигаций Petra Diamonds, небольшого добытчика алмазов в ЮАР и Танзании. В начале 2019 года доходность в размере 10% оптически выглядела привлекательно для эмитента с рейтингом B-. Однако в течение 2019 года компания показала заметное ухудшение финансовых показателей из-за негативной динамики цен на алмазы, что привело к росту долговой нагрузки до уровня 4x в терминах «чистый долг/EBITDA». В октябре и декабре 2019 года S&P и Moody's понизили рейтинги компании до уровня CCC+/Caa1 на фоне неопределенных перспектив снижения левериджа, а также возросшего риска рефинансирования выпуска еврооблигаций в 2022 году.

Emerging Markets

Таблица 1. Рэнкинг организаторов еврооблигаций Emerging Markets, 2019

#	Инвестиционный банк	Объем, $ млн	Доля рынка	Кол-во эмитентов	Кол-во эмиссий
1	Citigroup	54 048	8.16%	212	320
2	JP Morgan	52 624	7.94%	189	323
3	HSBC	47 617	7.19%	228	405
4	Standard Chartered Bank	34 841	5.26%	193	320
5	Deutsche Bank	25 778	3.89%	88	176
6	Goldman Sachs	25 639	3.87%	80	149
7	BNP Paribas	24 033	3.63%	97	158
8	Bank of America Merrill Lynch	23 266	3.51%	96	166
9	Morgan Stanley	18 495	2.79%	82	137
10	Crédit Agricole CIB	16 456	2.48%	65	130

Таблица 2. Рэнкинг организаторов еврооблигаций Азии, 2019

#	Инвестиционный банк	Объем, $ млн	Доля рынка	Кол-во эмитентов	Кол-во эмиссий
1	HSBC	24 306	7.29%	161	279
2	Bank of China	16 230	4.87%	161	253
3	Standard Chartered Bank	16 078	4.82%	140	213
4	Citigroup	15 153	4.54%	97	154
5	Deutsche Bank	12 978	3.89%	58	124
6	JP Morgan	11 918	3.57%	67	125
7	Haitong International Securities Group	10 149	3.04%	130	189
8	Goldman Sachs	10 082	3.02%	36	86
9	UBS	9602	2.88%	73	126
10	Morgan Stanley	9464	2.84%	51	87

Таблица 3. Рэнкинг организаторов еврооблигаций Латинской Америки, 2019

#	Инвестиционный банк	Объем, $ млн	Доля рынка	Кол-во эмитентов	Кол-во эмиссий
1	Citigroup	14 750	12.49%	48	64
2	JP Morgan	13 979	11.84%	43	65
3	Bank of America Merrill Lynch	11 387	9.64%	28	42
4	Goldman Sachs	8661	7.33%	30	41
5	HSBC	7208	6.10%	27	38
6	Morgan Stanley	4880	4.13%	22	28
7	Bank of Nova Scotia	4722	4.00%	16	26
8	Banco Santander	4419	3.74%	24	34
9	BNP Paribas	4105	3.48%	15	21
10	Barclays	3207	2.72%	8	14

Таблица 4. Рэнкинг организаторов еврооблигаций Африки, 2019

#	Инвестиционный банк	Объем, $ млн.	Доля рынка	Кол-во эмитентов	Кол-во эмиссий
1	JP Morgan	6411	16.61%	11	34
2	Standard Chartered Bank	4605	11.93%	10	19
3	Citigroup	4209	10.91%	8	16
4	BNP Paribas	2426	6.29%	5	13
5	Deutsche Bank	2108	5.46%	4	6
6	Natixis	1897	4.92%	5	9
7	Standard Bank	1761	4.56%	4	18
8	Rand Merchant Bank	1683	4.36%	4	6
9	HSBC	1651	4.28%	4	7
10	Bank of America Merrill Lynch	1546	4.01%	5	10

Таблица 5. Рэнкинг организаторов еврооблигаций Ближнего Востока, 2019

#	Инвестиционный банк	Объем, $ млн	Доля рынка	Кол-во эмитентов	Кол-во эмиссий
1	Standard Chartered Bank	13 583	11.62%	39	80
2	HSBC	13 517	11.56%	30	73
3	Citigroup	11 973	10.24%	29	45
4	JP Morgan	11 939	10.21%	28	46
5	BNP Paribas	6215	5.32%	13	20
6	Deutsche Bank	6075	5.20%	12	24
7	First Abu Dhabi Bank	5249	4.49%	24	34
8	Goldman Sachs	4470	3.82%	8	14
9	Crédit Agricole CIB	4216	3.61%	7	13
10	Morgan Stanley	3308	2.83%	6	17

Таблица 6. Рэнкинг организаторов еврооблигаций Восточной Европы, 2019

#	Инвестиционный банк	Объем, $ млн	Доля рынка	Кол-во эмитентов	Кол-во эмиссий
1	Citigroup	4298	17.09%	14	19
2	JP Morgan	3745	14.89%	11	18
3	Erste Group	2454	9.76%	9	12
4	BNP Paribas	2081	8.27%	5	7
5	ING Groep	1930	7.67%	5	9
6	Société Générale	1890	7.52%	8	12
7	Deutsche Bank	1130	4.49%	4	6
8	HSBC	934	3.71%	6	9
9	UniCredit	780	3.10%	4	5
10	Barclays	745	2.96%	3	4

Таблица 7. Рэнкинг организаторов еврооблигаций СНГ, 2019

#	Инвестиционный банк	Объем, $ млн	Доля рынка	Кол-во эмитентов	Кол-во эмиссий
1	ВТБ Капитал	4935	16.28%	14	20
2	Газпромбанк	4775	15.75%	14	18
3	JP Morgan	4633	15.28%	29	35
4	Citigroup	3665	12.09%	16	22
5	Société Générale	1 742	5.75%	11	13
6	Ренессанс Капитал	1 198	3.95%	11	15
7	ING Groep	1 151	3.80%	9	10
8	Сбербанк России	984	3.24%	11	11
9	UBS	896	2.96%	10	12
10	Deutsche Bank	782	2.58%	2	4

Таблица 8. Рэнкинг организаторов Green bonds Emerging Markets, 2019

#	Инвестиционный банк	Объем, $ млн	Доля рынка	Кол-во эмитентов	Кол-во эмиссий
1	HSBC	3092	9.53%	21	31
2	Crédit Agricole CIB	2567	7.91%	16	20
3	JP Morgan	2358	7.26%	10	14
4	Citigroup	2231	6.87%	16	22
5	BNP Paribas	1822	5.61%	10	14
6	Standard Chartered Bank	1482	4.57%	14	21
7	Bank of America Merrill Lynch	1473	4.54%	10	15
8	Deutsche Bank	1114	3.43%	6	10
9	Société Générale	1090	3.36%	7	8
10	UBS	806	2.48%	6	9