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

# Emerging markets are back?

За первые 7 месяцев 2016 года эмитенты развивающихся стран выпустили еврооблигаций на сумму $316 млрд, что на 13% выше аналогичного периода прошлого года. С учетом нынешних исключительно низких процентных ставок в США и отрицательных ставок на других развитых рынках тренд на поиск высоких доходностей продолжается. Бумаги эмитентов стран EM становятся основным направлением для инвесторов, ищущих доход. Однако продлится ли данный тренд и далее на ожиданиях об отсрочке повышения ставок в США, или аппетит к риску упадет из-за опасений относительно замедления американской экономики?

Спустя 8 лет после кризиса 2008 года правительства и Центральные банки развитых стран, несмотря на множество стратегий и подходов, не смогли на текущий момент в достаточной степени стимулировать спрос для генерирования высоких и устойчивых темпов экономического роста. В Японии Синдзо Абэ обещал уровень инфляции в 2% к 2015 году, однако вместо этого Банк Японии ожидает, что инфляция будет близка к нулю в 2016 году, а темпы роста ВВП будут ниже 1%. Темпы роста ВВП еврозоны во втором квартале текущего года замедлились до 0,3% в поквартальном выражении по сравнению с 0.6% в первом квартале. В результате ЕЦБ сохранил базовую ставку рефинансирования на рекордно низком уровне в 0%.

ВВП США во втором квартале 2016 года вырос на 1.2% в пересчете на годовые темпы, говорится в отчете Министерства торговли США, аналитики ожидали рост в 2.5%. 27 июля Федеральная резервная система (ФРС) США сохранила базовую ставку на уровне 0.25–0.5%, не решившись повышать ее в неопределенных экономических условиях. По словам председателя ФРС Джанет Йеллен, перед дальнейшим ужесточением денежно-кредитной политики регулятор должен быть уверен, что темпы роста ВВП и занятости населения в США восстановились. С одной стороны, слабость доллара на фоне отсутствия ужесточения монетарной политики ФРС США будет позитивна для развивающихся рынков, однако, с другой стороны, опасения относительно крупнейшей экономики мира могут перевести рынки в режим бегства от рисков.

## ВЕЛИКАЯ МИГРАЦИЯ В СТРАНЫ EM

По всему миру Центробанки ключевых развитых стран увеличивают стимулирующие меры, что будет спо-

собствовать росту цен на финансовые активы. Но это также значит, что высоконадежные инструменты будут приносить все меньше дохода. В июле доходность 10-летних казначейских облигаций США опускалась до исторического минимума — 1.3784% годовых. Все швейцарские гособлигации торгуются с отрицательной доходностью. По оценке Fitch, отрицательную доходность имеют около $11.7 трлн суверенных бондов, что составляет около 30% от всего объема суверенных бумаг в мире.

Доходности на развитых рынках вблизи рекордных минимумов, заставляя инвесторов искать новые регионы. В итоге инвесторы вновь повернулись в сторону развивающихся стран. 12 из 18 крупнейших глобальных фондов облигаций, отслеживаемых Morningstar Inc., увеличили свои вложения в развивающиеся страны в этом году в среднем на 2.4%, доведя долю активов EM до 15%. Фонд Franklin Templeton общим объемом $47.2 млрд с марта 2016 года увеличил долю вложений в бумаги стран EM на 5%, до 51% в общем объеме. Фонд Pacific Investment Management Co. общим объемом в $14.9 млрд увеличил вложения в регион EM более чем в 2 раза.

Однако способность стран EM предложить альтернативу ограничена: развивающиеся страны имеют в обращении только около $800 млрд суверенных бумаг, учитывая, что около $12 трлн бумаг развитых стран пребывают в зоне с отрицательной доходностью.

Таким образом, доходности по облигациям ряда регионов развивающихся стран упали до самого низкого уровня за последние 3 года (см. рисунок 1). С начала года, по данным Cbonds, средняя доходность по еврооблигациям стран EM снизилась с 7% до 5.09% годовых в августе 2016 года. Капитал продолжает перетекать в страны EM. По данным Института международных финансов (IIF), общий приток средств иностранных инвесторов в страны EM вырос до $122 млрд во втором квартале 2016 года по сравнению с $48 млрд в первом квартале. В целом, по прогнозам, общий приток средств в развивающиеся страны в 2016 году составит $550 млрд, что в 2 раза выше уровней 2015 года.

Однако плохая новость заключается в том, что главный стимул покупки облигаций стран EM — высокие доходности — быстро устаревает. Доходности по корпоративным облигациям развивающихся стран снизились так низко, что сейчас они перестали предлагать сравнительно большую доходность по отношению к облигациям развитых стран с аналогичным кредитным рейтингом. Рассмотрим, например, долларовые бумаги с рейтингом ниже инвестиционного уровня эмитентов развивающихся стран. В данный момент инвесторы получают по таким бумагам наименьшую премию с 2013 года по отношению к бумагам эмитентов США с аналогичным кредитным рейтингом (см. рисунок 2).

Основной проблемой в текущей ситуации является то, что ралли в бумагах

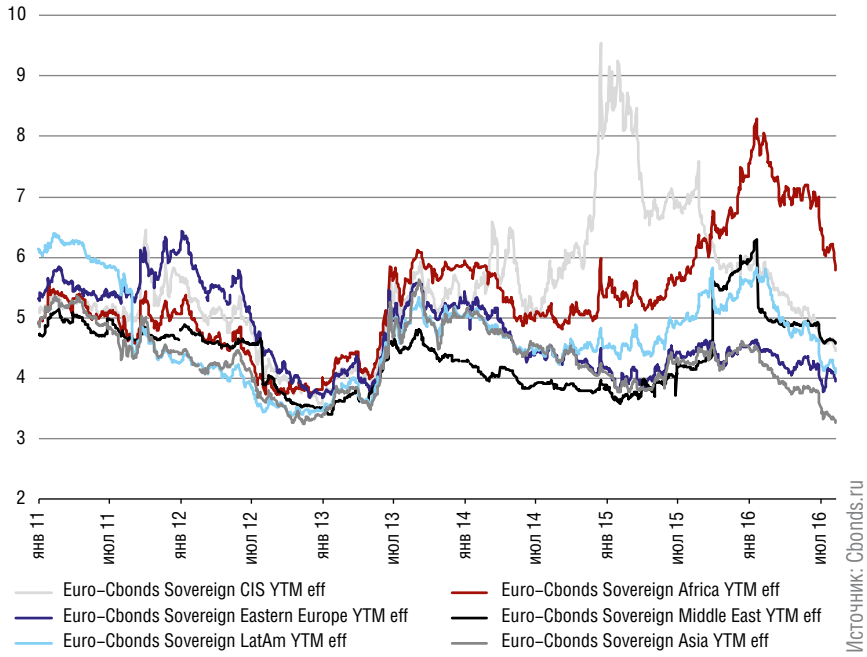


**Рисунок 1**
**Динамика доходностей к погашению суверенных еврооблигаций EM, индексы Euro-Cbonds, %**

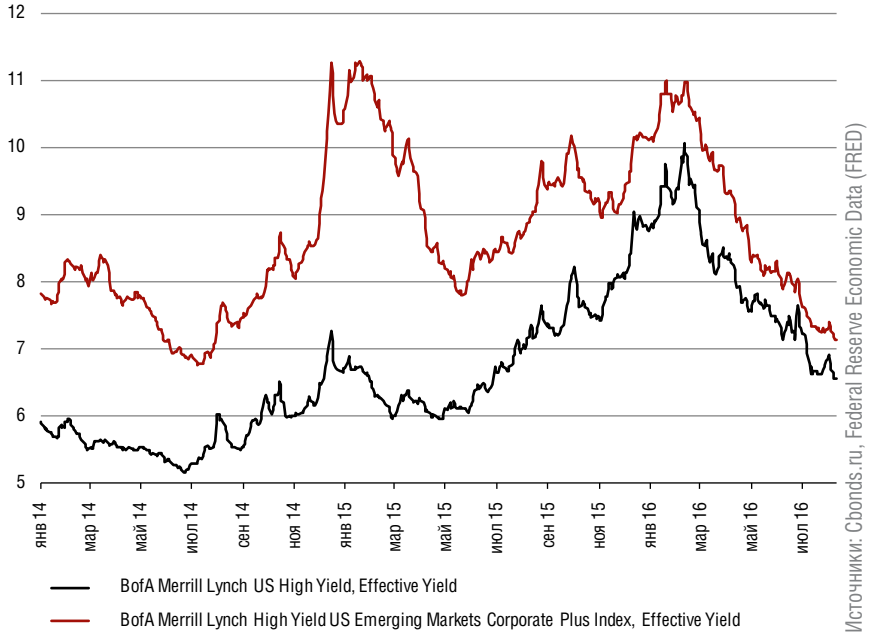


**Рисунок 2**
**Динамика доходностей корпоративных облигаций стран EM и США с рейтингом ниже инвестиционного уровня, индексы BofA Merrill Lynch, %**

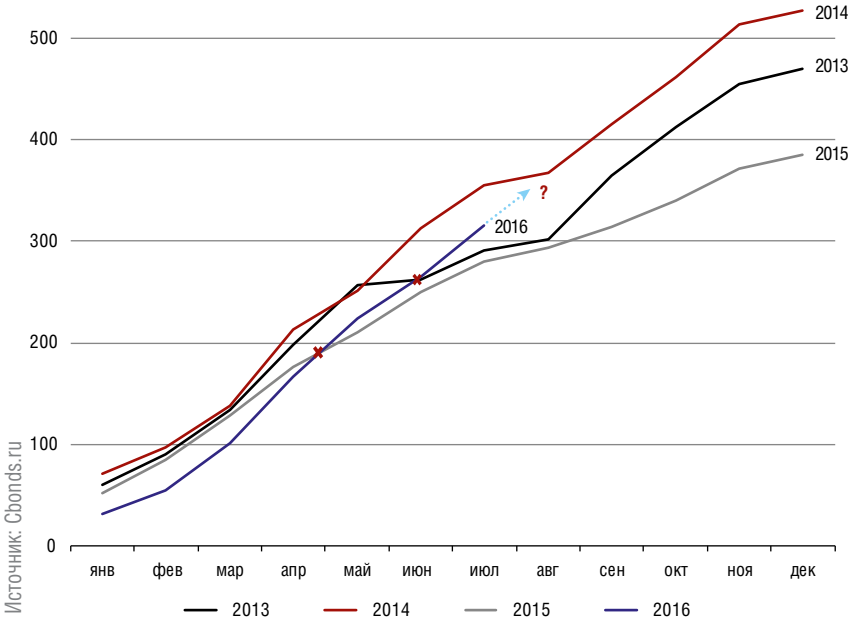


**Рисунок 3**
Объем новых выпусков еврооблигаций Plain Vanilla Emerging Markets в 2013–2016 гг., $ млрд, накопленный итог

развивающихся стран не поддерживается улучшением фундаментальных показателей или наличием реформ. Бразилия так и продолжает находиться в рецессии, Венесуэла не может справиться с продуктовым дефицитом, а в Китае замедляется рост промышленного производства, продаж и инвестиций.

В то же время эмитенты развивающихся стран выпускают бумаги практически рекордными темпами. С начала года эмитенты стран EM выпустили еврооблигаций на сумму в $316 млрд, тем самым превысив объем выпуска не только за аналогичный период 2015 года ($279.8 млрд), но и объем выпуска в 2013 году ($290.85 млрд) (см. рисунок 3).

Однако до рекордного объема в $354.3 млрд за январь–июль 2014 года остается еще более $38 млрд. По сравнению с аналогичным периодом прошлого года общий объем размещенных еврооблигаций увеличился на 13%. При этом увеличение объемов выпуска новых бумаг присутствует не на всех рынках: самый большой рост показали эмитенты Ближнего Востока, однако, в свою очередь, азиатские и африканские эмитенты показали падение в объемах.

По данным МВФ, объем корпоративного долга развивающихся стран увеличился с 2004 года более чем в 4 раза, до $18 трлн. Такие высокие темпы роста долговой нагрузки развивающихся стран могут сделать их в конечном итоге еще более уязвимыми к внешним колебаниям.

Более того, ожидание, что ФРС США отложит повышение ставок до 2017 года, в сочетании с перспективами дальнейшего монетарного стимулирования другими основными Центральными банками будет способствовать продолжению глобальной охоты за доходностями, что, по всей видимости, подтолкнет инвесторов к вложению во все более рискованные активы и будет еще больше повышать цены бумаг стран EM и снижать доходности по ним. Потери инвесторов в случае внезапного повышения доходностей облигаций могут быть очень масштабными.

## ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ЕВРОБОНДЫ УВЕЛИЧИВАЮТ СВОЮ ДОЛЮ

Суверенные эмитенты развивающихся стран заняли на международных рынках с начала года $94.5 млрд, что на $26 млрд больше, чем за аналогичный период 2015 года. Кроме того, данный объем также является рекордным с 2013 года, когда суверенные эмитенты за аналогичный период заняли всего $49.1 млрд. По состоянию на конец июля в разделении по секторам суверенные евробонды заняли около 30% от общего объема размещений, что на 5% выше, чем в 2015 году.

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 июля 2016 года — 79.1%. Выпуски в евро, напротив, сохранили свою долю в 15.6%. Теряют свои позиции выпуски в юанях: их доля в совокупном объеме составила 1.4%, хотя в 2015 году доля составила 3.5%. Среди суверенных выпусков около 70% бумаг было размещено в долларах, 24.2% — в евро. По прогнозам Societe Generale, доля размещений суверенных еврооблигаций развивающихся стран в евро вырастет в 2016 году до 40% совокупного объема.

**Таблица 1**
Объем новых выпусков еврооблигаций Plain Vanilla Emerging Markets за первый квартал 2015 и 2016 гг., $ млрд

| Регион/ период | Объем размещений, $ млрд | | Относительное изменение, % |
|---|---|---|---|
| | янв-июл 2015 | янв-июл 2016 | |
| Азия | 148.9 | 125.5 | –16 |
| Латинская Америка | 62.2 | 81.9 | +32 |
| Восточная Европа | 22.5 | 28.4 | +26 |
| Ближний Восток | 23.8 | 61.3 | +158 |
| Африка | 14.6 | 9.7 | –34 |
| СНГ | 7.9 | 9.3 | +17 |
| Всего | 279.8 | 316.0 | +13 |

Источник: Cbonds.ru

Такой большой объем суверенных выпусков в 2016 году был обеспечен рекордным выпуском Аргентины в $16.5 млрд, который ознаменовал возвращение эмитента на рынок ценных бумаг после 15-летнего перерыва, а также выпуском Катара в $9 млрд. И если книга заявок на выпуск Катара превысила $23 млрд, то на выпуск Аргентины спрос составил практически $70 млрд. В мае на рынок также вернулась Россия со сделкой в $1.75 млрд и книгой заявок, достигавшей $7 млрд. Однако часть инвесторов не участвовали в выпуске по причине того, что Euroclear и Clearstream отказались обслуживать данные бумаги.

В июне второй раз за год на рынок вышла Индонезия с двутраншевой (7 и 12 лет) сделкой в 3 млрд евро (таблица 2). Суверен продолжает строить кривую суверенных выпусков в евро. Данный выпуск собрал впечатляющую книгу заявок в 8 млрд евро. И после успешного выпуска в евро через одну неделю Индонезия решила воспользоваться крайне низкими ставками в Японии и вышла на рынок со сделкой в 100 млрд иен самурай-облигаций (примерно $942 млн). Облигации предназначались для японских институциональных инвесторов.

Однако Индонезия не единственный суверен, кто решил воспользоваться преимуществами японского рынка. Мексиканское правительство закрыло свои потребности в иностранном финансировании на 2016 год, выпустив бумаги, номинированные в японских иенах, на сумму в 135 млрд (примерно $1.25 млрд). Несмотря на волатильность на международных финансовых рынках, облигации были хорошо восприняты и получили процентную ставку, которая является самой низкой среди всех выпусков Мексики. Спрос среди 190 инвесторов составил более 175 млрд иен. Облигации имеют срок до погашения от 3 до 20 лет и процентную ставку от 0.4% до 2.4% соответственно.

Инвесторы в данный момент ожидают планируемый дебютный выпуск Саудовской Аравии со сделкой в $15 млрд. Другим потенциальным эмитентом является Нигерия, которая недавно отвязала национальную валюту (найру) от доллара и хочет занять $1 млрд. Кроме того, на рынок планирует выйти Пакистан с сукуком в $750 млн, а также Ирак с выпуском на $2 млрд.

| Бумага | Кредитный рейтинг M/S&P/F | Объем эмиссии | Валюта | Ставка купона, % | Дата размещения | Дата погашения |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Аргентина | B3/B–/B | 1 000 | USD | 6.625 | 30.06.2016 | 06.07.2028 |
| Аргентина | B3/B–/B | 1 750 | USD | 7.125 | 30.06.2016 | 06.07.2036 |
| Бразилия | Ba2/BB/BB | 1 500 | USD | 5.625 | 21.07.2016 | 21.02.2047 |
| Доминиканская Республика (доразм.) | B1/BB–/B+ | 500 | USD | 6.875 | 29.06.2016 | 29.01.2026 |
| Индонезия | Baa3/BB+/BBB– | 1 500 | EUR | 2.625 | 07.06.2016 | 14.06.2023 |
| Индонезия | Baa3/BB+/BBB– | 1 500 | EUR | 3.75 | 07.06.2016 | 14.06.2028 |
| Индонезия | Baa3/BB+/BBB– | 10 000 | JPY | 0.83 | 15.06.2016 | 21.06.2019 |
| Индонезия | Baa3/BB+/BBB– | 11 000 | JPY | 0.83 | 15.06.2016 | 21.06.2019 |
| Индонезия | Baa3/BB+/BBB– | 41 000 | JPY | 0.83 | 15.06.2016 | 21.06.2019 |
| Индонезия | Baa3/BB+/BBB– | 38 000 | JPY | 1.16 | 15.06.2016 | 21.06.2021 |
| Македония | –/BB–/BB+ | 450 | EUR | 5.625 | 19.07.2016 | 26.07.2023 |
| Мексика | A3/BBB+/BBB+ | 45 900 | JPY | 0.4 | 09.06.2016 | 14.06.2019 |
| Мексика | A3/BBB+/BBB+ | 50 900 | JPY | 0.7 | 09.06.2016 | 16.06.2021 |
| Мексика | A3/BBB+/BBB+ | 16 300 | JPY | 1.09 | 09.06.2016 | 16.06.2026 |
| Мексика | A3/BBB+/BBB+ | 21 900 | JPY | 2.4 | 09.06.2016 | 16.06.2036 |
| Мексика | A3/BBB+/BBB+ | 2 000 | USD | 4.35 | 08.08.2016 | 15.01.2047 |
| Мексика (доразм.) | A3/BBB+/BBB+ | 760 | USD | 4.125 | 08.08.2016 | 21.01.2026 |
| Оман | Baa1/BBB–/– | 1000 | USD | 3.625 | 08.06.2016 | 15.06.2021 |
| Оман | Baa1/BBB–/– | 1500 | USD | 4.75 | 08.06.2016 | 15.06.2026 |
| Оман | Baa1/BBB–/– | 500 | USD | 3.5 | 29.06.2016 | 14.07.2022 |
| Тринидад и Тобаго | Baa3/A–/– | 1000 | USD | 4.5 | 28.07.2016 | 04.08.2026 |
| Тунис | Ba3/Withdrawn/BB– | 500 | USD | 1.416 | 03.08.2016 | 05.08.2021 |
| Турция | Baa3/BB/BBB– | 1000 | USD | 4.251 | 01.06.2016 | 08.06.2021 |
| Уругвай (доразм.) | Baa2/BBB/BBB– | 400 | USD | 4.375 | 13.07.2016 | 27.10.2027 |
| Уругвай (доразм.) | Baa2/BBB/BBB– | 747 | USD | 5.1 | 13.07.2016 | 18.06.2050 |
| Шри-Ланка | B1/B+/B+ | 500 | USD | 5.75 | 11.07.2016 | 18.01.2022 |
| Шри-Ланка | B1/B+/B+ | 100 | USD | 6.825 | 11.07.2016 | 18.01.2026 |
| Эквадор | B3/B/B | 1000 | USD | 10.75 | 25.07.2016 | 28.03.2022 |

Источник: Cbonds.ru

**Таблица 2**
**Новые выпуски суверенных еврооблигаций EM в июне-августе 2016 г.**

## АРГЕНТИНСКИЕ ЭМИТЕНТЫ ЗАПОЛОНЯЮТ РЫНОК

Рынок международных облигаций Латинской Америки продолжает увеличиваться. Эмитенты региона показали увеличение объемов размещения еврооблигаций на 32% с начала года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года: объемы выросли с $62.2 млрд в 2015 году до $81.9 млрд в текущем году. Наибольшую долю в данном объеме заняли эмитенты Аргентины: с начала года ими было размещено бумаг на сумму в $28.5 млрд.

После триумфального возвращения в апреле 2016 года Аргентины на международный рынок со сделкой в $16.5 млрд в конце июня суверен неожиданно вновь вышел на рынок уже во второй раз с двутраншевым выпуском в $2.75 млрд. Однако, помимо суверенных выпусков, с начала года было размещено также 20 эмиссий корпоративных и муниципальных заемщиков на сумму в $9.225 млрд, что является рекордным показателем за последние годы (см. рисунок 4). Внешние условия продолжают оказывать поддержку для большинства аргентинских заемщиков, однако

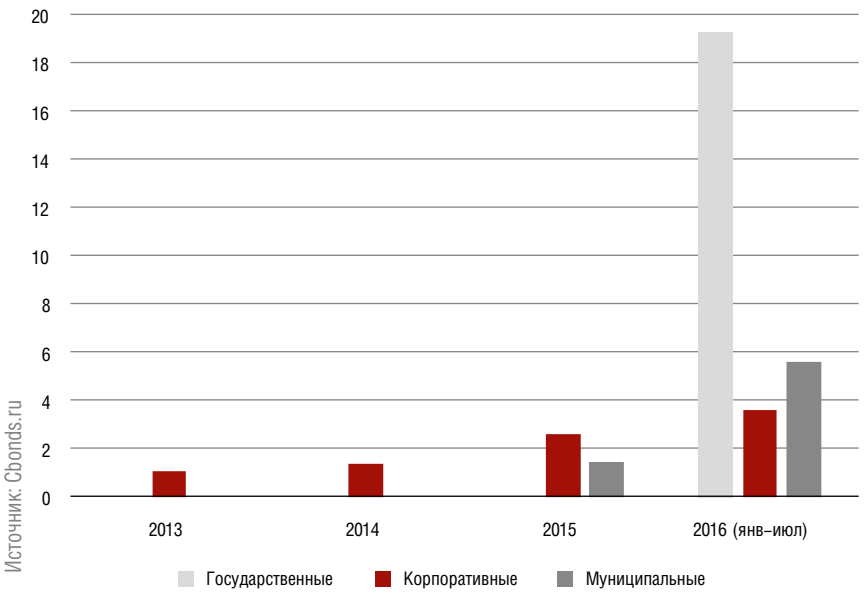


**Рисунок 4**
Объем новых выпусков еврооблигаций эмитентами Аргентины в 2013–2016 гг., $ млрд

инвесторы становятся все более избирательными. Потенциальные эмитенты из Аргентины продолжают работать над новыми сделками: Pampa Energia, энергетическая компания, недавно выкупившая Petrobras Argentina, а также провинция Santa Fe уже наняли организаторов и планируют новые выпуски.

## РОССИЙСКИЕ КОМПАНИИ ВОЗВРАЩАЮТСЯ НА МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЫНКИ

Российский рынок еврооблигаций начинает восстанавливаться: с января по июль российские эмитенты разместили $6.9 млрд еврооблигаций, что больше, чем за весь 2015 год, — $4.03 млрд. Только в июне-июле российские эмитенты разместили практически $2.5 млрд. За этот период на рынок выходили такие эмитенты, как: ГТЛК, «Евраз», Новолипецкий металлургический комбинат и «Совкомфлот». Книга заявок по всем новым размещениям была переподписана в несколько раз.

**Таблица 3**
Топ-10 банков — организаторов размещений еврооблигаций Plain Vanilla эмитентов региона Emerging Markets за январь-июль 2016 г.

| № | Инвестиционный банк | Объем, млн USD | Доля рынка, % | Кол-во эмитентов | Кол-во эмиссий |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | Citigroup | 29 173 | 9.24 | 101 | 160 |
| 2 | HSBC | 28 291 | 8.96 | 122 | 196 |
| 3 | J.P. Morgan | 28 205 | 8.93 | 83 | 128 |
| 4 | Bank of America Merrill Lynch | 24 168 | 7.65 | 68 | 112 |
| 5 | Deutsche Bank | 16 029 | 5.08 | 52 | 76 |
| 6 | Barclays | 11 772 | 3.73 | 41 | 69 |
| 7 | BNP Paribas | 10 733 | 3.40 | 38 | 63 |
| 8 | Credit Suisse | 9 643 | 3.05 | 39 | 63 |
| 9 | Standard Chartered Bank | 8 717 | 2.76 | 53 | 74 |
| 10 | Goldman Sachs | 8 325 | 2.64 | 26 | 50 |
| **Сумма** | | **175 056** | **55.45** | | |

Источник: Cbonds.ru

По данным Cbonds, средняя доходность российских корпоративных еврооблигаций по состоянию на середину августа составляет 4.45%, что является самым низким значением с 2013 года, когда ЕС и США еще не ввели санкции, закрывшие выход на международные рынки для некоторых крупных российских компаний. Открытие международных рынков облигаций для российских эмитентов может значительно улучшить структуру их долга по срокам погашения и снизить среднесрочный риск рефинансирования для компаний с валютными заимствованиями.

После успешного выхода на рынок России с выпуском в $1.75 млрд о выходе также задумались компании Polyus Gold, ТМК, «ЕвроХим» и «ФосАгро». В конце июля клиринговая организация Euroclear Bank SA приступила к обслуживанию российских евробондов с погашением в мае 2026 года. По мнению аналитиков, это увеличивает шансы размещения нового долларового выпуска со сходной структурой (или еще одного транша Россия-26), пока на рынке еврооблигаций сохраняется в целом позитивный фон.

## РЭНКИНГ ОРГАНИЗАТОРОВ РАЗМЕЩЕНИЙ ЕВРООБЛИГАЦИЙ EM

Подводя итоги первых 7 месяцев 2016 года, стоит отметить, что, как и в 2015 году, тройка лидеров организаторов осталась неизменной (см. таблицу 3). Первое место в рэнкинге организаторов размещений еврооблигаций эмитентов региона emerging markets занял банк Citigroup, организовавший выпуски бумаг на общую сумму около $29.2 млрд. Таким образом, Citigroup занял 9.24% рынка, опередив следующего за ним HSBC с долей рынка 8.96% и объемом размещения $28.3 млрд. Кроме того, Citigroup занял первое место в рэнкинге по Восточной Европе, Африке и Ближнему Востоку. Почетное третье место, по версии Cbonds, занял банк J.P. Morgan с квотой $28.2 млрд (8.93% рынка).

Лидером в рэнкинге организаторов размещений еврооблигаций эмитентов региона СНГ стал банк «ВТБ Капитал» с квотой в $2.167 млрд (23.4% рынка), организовавший выпуски Global Ports, ГТЛК, «Евраза», «Совкомфлота» и суверенных еврооблигаций России. Второе и третье места заняли банки J.P. Morgan (квота $1.3 млрд) и Citigroup (квота $0.97 млрд) соответственно.

# КОММЕНТАРИЙ

## ПЕРЕХОД К РИСКУ

**Дмитрий Тихонов,**
кредитный аналитик по региону EMEA, Commerzbank

**Практически на протяжении всего года мы видели повышенный интерес к активам развивающихся стран. Распродажи на рынках, связанные с опасениями из-за ситуации в Китае и референдумом по поводу Брексита, оказались относительно недолгими и на самом деле просто предоставили возможность зайти в активы на более привлекательных уровнях.**

Недавние события в Турции вызвали снижение цен на турецкие активы, но после этого пошел устойчивый разворот, и мы уже относительно недалеко от максимумов этого года. Остальная часть развивающихся рынков практически проигнорировала эти события. В значительной степени интерес к активам развивающихся стран вызван низкими уровнями доходности по всему миру. Происходит выдавливание инвесторов из привычного класса в следующий, более рискованный и предлагающий дополнительную доходность по сравнению с привычным классом активов. Центральные банки со стратегиями выкупа активов также приводят к снижению доходности.

Цена на нефть росла с начала года, но при этом продолждает оставаться на относительно невысоком уровне по сравнению с предыдущими периодами. Российские компании проводили размещения в этом году, при этом спрос со стороны инвесторов на новые долговые выпуски был довольно значительным. С начала года было размещено выпусков объемом чуть более $7 млрд ($5.7 млрд в прошлом году). При этом нам еще очень и очень далеко до 2013 года, когда было размешено примерно 54 млрд долговых бумаг. Часть выпусков в этом году была размещена одновременно с выкупом более короткого собственного долга, что немного искажает картину, поскольку общий объем рынка увеличился на меньшую величину. По нашим расчетам, чуть менее 40% из еврооблигаций российских эмитентов имеет срок погашения до конца 2018 года (в основном это поровну между 2017 и 2018 годом). На 1 июля 2016 года инвестиции в долговые обязательства в иностранной валюте, за исключением долговых обязательств иностранных государств, составляли примерно $60 млрд на балансе российских банков. Также вполне вероятно, что холдинговые материнские структуры банков, зарегистрированные в других юрисдикциях, имеют дополнительные портфели долговых обязательств. По нашему мнению, стоит учитывать, что часть бумаг просто осела в потфелях и будет держаться там до погашения, таким образом еще более уменьшая доступный объем российских бумаг и снижая ликвидность.

При этом, на наш взгляд, не стоит ждать волны новых размещений. Скорее всего, это будут какие-то единичные эмитенты, использующие относительно привлекательную конъюнктуру рынка и решающие свои цели. В принципе на рынок могут выйти любые заемщики, не подпадающие под действие санкций, но при этом стоит отметить, что уровень задолженности снижается, часть долга не рефинансируется, а просто выплачивается. Также стоит еще раз упомянуть про зависимость рынка от действий Центральных банков. Политика ЕЦБ и ФРС кардинально отличается. Если в случае с евро идут споры о том, какие еще меры количественного смягчения стоит применить на практике, то в ситуации с долларовыми активами вопрос заключается в том, когда именно ставка ФРС будет снова повышена. При этом доллар остается основной валютой внешних заимствований, и большинству инвесторов это удобно. Поэтому для размещений в евро ситуация благоприятная, а в случае с долларовыми активами технические факторы довольно сильно компенсируют возможные риски из-за прогнозируемого и ожидаемого повышения ставок в США.

На наш взгляд, металлургический сектор выглядит привлекательно, причем буквально недавно S&P повысило рейтинг до инвестиционного еще двум российским эмитентам. Нефтяной сектор тоже интересен — можно сказать, что в принципе все экспортеры выглядят привлекательно. Мы ожидаем, что ликвидность на рынке будет уменьшаться и при отсутствии значительного объема новых выпусков российский рынок станет очень сложным через 1–2 года. Обратные выкупы еврооблигаций, скорее всего, происходить не будут, разве что в моменты повышенной волатильности эмитенты могут воспользоваться снижением цен для выкупа своих обязательств с рынка, причем как публично — через тендер, так и в частном порядке. Некоторое время были популярны выпуски рублевых облигаций с одновременным свопом в валюту, но, на наш взгляд, такая возможность ограничена и вряд ли стоит ожидать значительных размещений. Также интересна другая возможность привлечения финансирования — проектное финансирование, но, с точки зрения инвесторов, это не самый ликвидный инструмент, который может быть интересен отделам, занимающимся структурными продуктами. В целом российский рынок имеет поддерживающие факторы в виде снижающегося объема, постоянного интереса со стороны российских инвесторов и относительно привлекательных кредитных показателей. Ослабление либо отмена санкций станут катализатором для новых и обширных размещений, но вопрос о том, когда именно это случится, пока находится без ответа.