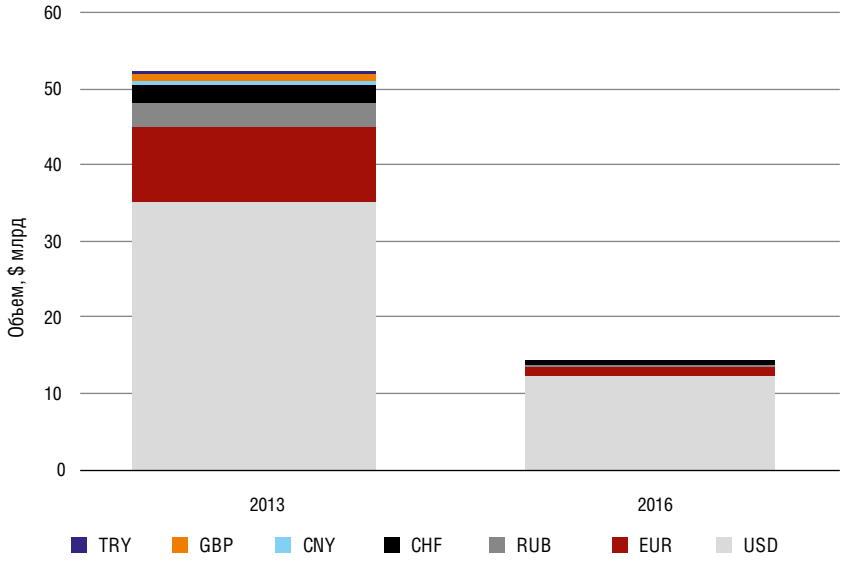
Александр БУЛГАКОВ,
исполнительный директор по рынкам долгового капитала управления инвестиционно–банковских операций, Райффайзенбанк

«Международный спрос на качественный российский риск сохраняется»

Текущий год запомнится нам как год долгожданного ренессанса на рынке российских евробондов после двух лет кризисно-санкционного затишья. Именно короткое слово «санкции» в этот период стало универсальным оправданием всего плохого в российской повестке, причем не только и не столько в сфере международных заимствований, на которую эти самые санкции в первую очередь были направлены. «Санкции» — именно так, в кавычках — стали универсальным пугалом и универсальной «отмазкой», при том, что весьма немногие люди вне профессионального сообщества имеют четкое представление о том, что именно стоит за этим словом. Для многих это скорее хруст мороженого гуся под гусеницами бульдозера и вкус импортозамещающего сырного продукта, нежели загадочная аббревиатура OFAC или не менее загадочные не родившиеся евробонды.

Текущий год запомнится нам как год долгожданного ренессанса на рынке российских евробондов после двух лет кризисно-санкционного затишья. Именно короткое слово «санкции» в этот период стало универсальным оправданием всего плохого в российской повестке, причем не только и не столько в сфере международных заимствований, на которую эти самые санкции в первую очередь были направлены. «Санкции» — именно так, в кавычках — стали универсальным пугалом и универсальной «отмазкой», при том, что весьма немногие люди вне профессионального сообщества имеют четкое представление о том, что именно стоит за этим словом. Для многих это скорее хруст мороженого гуся под гусеницами бульдозера и вкус импортозамещающего сырного продукта, нежели загадочная аббревиатура OFAC или не менее загадочные неродившиеся евробонды.

Вместе с тем, именно международные (в первую очередь американские) санкции заставили российский рынок евробондов замереть летом 2014 года: «карающий удар враждебного Запада» сконцентрировался в фактическом запрете для десятка российских банков и компаний занимать деньги за границей, в том числе в форме евробондов, которые к тому моменту стали если не основным, то весьма значимым элементом программы фонди-



Источник: Bond Radar

Рисунок 1
Выпуски облигаций в валюте размещения, 2013 и 2016 годы, $

ВСЛЕД ЗА УСПЕХОМ GLOBAL PORTS РОССИЙСКИЕ СДЕЛКИ СТАЛИ АКТИВНО РЕАЛИЗОВЫВАТЬСЯ ПРАКТИЧЕСКИ КАК В СТАРЫЕ ДОБРЫЕ ВРЕМЕНА 2013 ГОДА

рования для многих из них. В 2013 году 25% российских выпусков евробондов как по количеству (22), так и по объему ($13 млрд) пришлось на размещения эмитентов, попавших в санкционные списки. Казалось бы, «всего четверть!», но $13 млрд — это почти столько же, сколько всего было размещено из России в 2016 году к моменту написания этого текста, а по итогам всего года общий объем размещений вряд ли сильно превысит $15 млрд. Для сравнения: в 2013 году эта цифра составила $52 млрд — абсолютный рекорд, который вряд ли удастся побить в ближайшие годы.

Но санкции в отношении госбанков и компаний, конечно, были не единственной и, возможно, даже не главной причиной апатии на российском евробондовом рынке, царившей начиная с лета 2014 года. Падение цен на нефть и другие товары российского экспорта, резкая девальвация рубля, падение внутреннего спроса, кризис розничного (и не только) банковского кредитования — все эти факторы в совокупности сформировали идеальный шторм для российской экономики в целом и рынка евробондов российских эмитентов в частности. В результате во второй половине 2014 года и в 2015 году мы видели крайне мало новых выпусков, зато произошло несколько дефолтов и объявлен ряд жестких реструктуризаций ранее выпущенных бондов. На другом конце кредитного спектра сильные эмитенты, имевшие резервы наличности, очень мудро воспользовались периодом волатильности, осуществив выкуп с рынка собственных бумаг с большим дисконтом, превосходившим в некоторых случаях 25% от номинала.

Однако уже в 2015 году для профессиональных участников рынка стало очевидно, что международный спрос на качественный российский риск сохраняется и усиливается вместе с падением уровня геополитической напряженности, погашениями существующих выпусков и дефицитом нового предложения. Снижение базовых ставок и непрекращающееся падение уровней доходности на развитых рынках также заставляло инвесторов смотреть в сторону российских активов, не подпадавших под санкции и не пострадавших (а то и выигравших) от девальвации и других внутрироссийских факторов. Локальные игроки, закупив доллары на девальвационной волне, также жаждали объектов для инвестирования.

В результате еще в конце 2015 года наиболее заслуженные российские эмитенты с богатым опытом размещений — Газпром, Норильский Никель, Альфа-Банк, Евраз — начали тестировать рынок с неизменно успешным результатом, хоть уровни доходности в тот период и были далеки от предкризисного 2013 года, который (особенно первую его половину) можно считать «Belle Époque» российского евробондового рынка.

В 2016 году тренд продолжился: глобальные и российские спреды продолжали сужаться, инвесторский голод по доходности усиливался, а маркетинговые усилия DCM банкиров не ослабевали. В совокупности все эти факторы повлияли на полноценное возвращение российского евробондового рынка к активной работе уже к марту 2016 года. Газпром вновь выступил в присущей ему роли ледокола, выйдя со сделкой в швейцарских франках (так и оставшейся единственным выпуском в этой валюте в 2016 году). Вслед за ним Бинбанк неожиданно для многих на практике продемонстрировал, что пресловутый «поворот на Восток» и альтернативная инвесторская база Азии — это не только тема для панелей на профильных форумах, и разместил $150 млн с помощью китайских букраннеров, названия которых никогда раньше не слышали многие участники российского рынка. И наконец, в начале апреля, впервые с 2013 года, на российском евробондовом небосклоне появилось новое имя — Global Ports. Дебютный эмитент выпустил классические в таких случаях пятилетние долларовые евробонды на $350 млн на фоне огромного инвесторского спроса из всех ключевых регионов и многократной переподписки (на пике книга заявок превышала $1.7 млрд).

Вслед за успехом Global Ports российские сделки стали активно реализовываться практически как в старые добрые времена 2013 года, многие из них шли параллельно с мероприятиями по управлению публичным долгом (liability management). Заемщики

активно решали вопросы предстоящих в 2017–2018 году погашений: Вымпелком, НЛМК, Евраз, Совкомфлот и — еще один дебют — ГТЛК вышли на рынок в апреле–июле с неизменно успешным результатом.

Отдельно хочется отметить еще одну знаковую сделку первого полугодия: в мае на рынок вернулся суверен — Минфин. Несмотря на неподтверждение допуска к Euroclear/Clearstream и отказ международных банков от участия в сделке под давлением американского регулятора, Минфин разместил $1.75 млрд, причем, по официальным данным, преимущественно среди иностранных инвесторов, не побоявшихся поставить свои заявки. Их отвага была сполна вознаграждена уже несколько месяцев спустя, когда допуск к клиринговым системам был получен и ликвидность бумаги взлетела вместе с ее котировками. На этой позитивной волне уже в сентябре Минфин увеличил выпуск на $1.25 млрд. по цене 106.75 от номинала, достигнув целевого уровня международных заимствований в этом году в $3 млрд.

Но не суверен открыл рынок после летнего перерыва. В сентябре первыми вновь вышли Global Ports с новой сделкой того же объема — $350 млрд, но на более длинный срок — семь лет. Уровень доходности при этом составил 6.5% — на 3/8 процентного пункта ниже, чем для пятилетней сделки пятью месяцами ранее. Это ярко показывает, в каком направлении подвинулись ставки и рыночные настроения за лето: доходности по российским евробондам в абсолютных значениях достигли исторических минимумов, что стало значимым стимулом для многих эмитентов выйти на этот рынок.

В результате в сентябре–ноябре 2016 года мы увидели: O1 Properties — еще один дебют и первый российский евробонд из отрасли недвижимости, РЖД с двумя сделками, в том числе с первым после трехлетнего перерыва «еврорублем», Банк «Открытие», Еврохим, Промсвязьбанк, Polyus Gold, Лукойл, Альфа-Банк с первым «вечным» евробондом негосударственного эмитента из России, Московский Кредитный Банк, Домодедово и на следующий день после победы Дональда Трампа на выборах президента США — вновь Газпром со сделкой в евро (и опять — единственной такой в 2016 году) с исторически минимальной ставкой купона в 3.125% на сроке в пять лет.

Год еще не закончен, но уже можно отметить, чем он запомнится на рынке евробондов и какие перспективы открывает 2017 году:

- Реальность еще раз доказала, что былые потери, макроэкономические прогнозы и кредитный анализ зачастую отходят на второй план, когда у инвесторов возникает реальный голод — голод по доходности, которую развитые рынки давать почти перестали. Так что несмотря на достаточно грустную картину в экономике в целом и отсутствие позитивной повестки на ближайшие годы, российский риск имеет все шансы оставаться в фаворе у инвесторов, особенно если президент Трамп оправдает хотя бы часть надежд, которые на него (может быть, чересчур оптимистично) возлагают в России.
- Иностранные инвесторы в первую очередь хотят покупать долларовый долг эмитентов, которые зарабатывают доллары и делают это предпочтительно не на внутреннем российском рынке. Доллар — король, а экспортеры получают все. Банки, которые в 2013 году выпустили почти треть всех российских евробондов, в 2016 году сократили свою долю до менее чем 15%, и не будет откровением сказать, что без спроса отечественных инвесторов этот результат был бы еще более скромным.
- Еще одной приметой времени, заметной, наверное, лишь DCM банкирам, стал рост количества банков-организаторов на каждой сделке, причем никак не зависящий от ее объема. Если в 2013 году на российской сделке работали в среднем 3.1 букраннера, то в 2016 году мы видели уже в среднем 3.9 банка. Пять, шесть, семь букраннеров практически стало нормой жизни, и это далеко не предел — вскоре мы сможем увидеть размещения с двузначным количеством активных участников. В России сжимание «кормовой базы» заставляет экономических субъектов делить уменьшившийся пирог на большее количество ртов, сокращая порции.

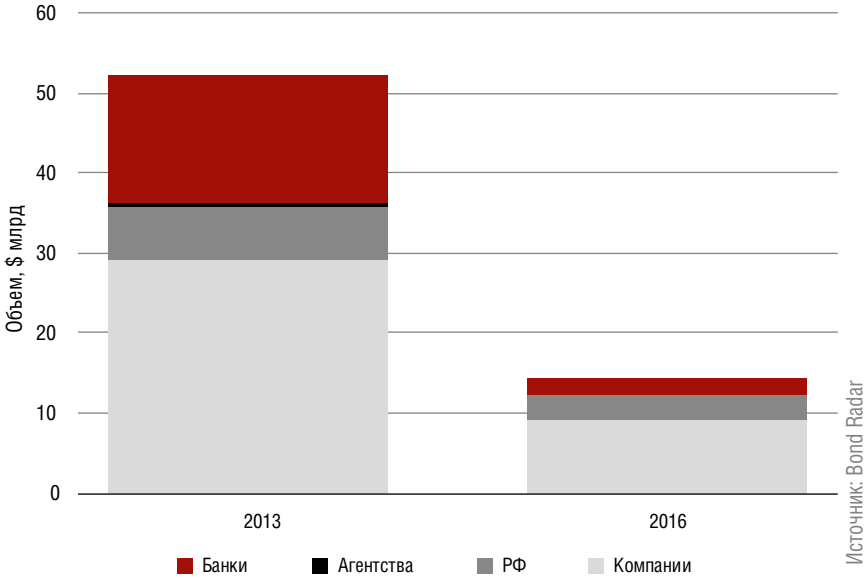


Рисунок 2
Выпуски облигаций по типам эмитентов, 2013 и 2016 годы, $

РОССИЙСКИЙ РИСК ИМЕЕТ ВСЕ ШАНСЫ ОСТАВАТЬСЯ В ФАВОРЕ У ИНВЕСТОРОВ, ОСОБЕННО ЕСЛИ ПРЕЗИДЕНТ ТРАМП ОПРАВДАЕТ ХОТЯ БЫ ЧАСТЬ НАШИХ НАДЕЖД