Кирилл КОНДРАШИН,
руководитель подразделения по работе на рынках долгового капитала по России, J.P. Morgan

«Рост спроса на рискованные истории — это объективный тренд»

Cbonds Review поговорил с руководителем подразделения по работе на рынках долгового капитала по России в J.P. Morgan Кириллом Кондрашиным о том, в чем 2017 год повторил успехи 2013 года, как долго продлится эйфория в секторе первичных размещений евробондов, когда ожидать коррекции и планирует ли J.P. Morgan бороться за мандат на размещение суверенных еврооблигаций в будущем году.

– Как бы вы охарактеризовали ситуацию на первичном рынке еврооблигаций в 2017 году: насколько удачным оказался этот год для DCM?

– Результаты 2017 года объективно превысили наши ожидания. В прошлом году нам казалось, что рынок очень хорош, что ставки находятся на самом низком уровне. Все мы полагали, что если повторим эти результаты, то будет просто замечательно. А все оказалось даже лучше. Во-первых, 2017 год был прежде всего стабильно хорошим. И это очень важно. Периодов волатильности, закрытия рынков, роста ставок практически не было, такое случается крайне редко. Вспомните 2016 год, который в принципе оказался для бизнеса весьма неплохим, но там ведь были очень непростые периоды: тяжелое начало года, волатильность вокруг выборов в Америке, вокруг выхода Великобритании из ЕС и так далее. В этом году у нас было минимальное количество таких негативных событий, и это большая удача.

С точки зрения ставок рынок тоже оказался очень показательным для DCM. В июне 2016 года мы делали сделку для ПАО «НЛМК» на семь лет под 4.5% и казалось, что это феноменальный результат, исторически один из самых лучших. Но прошел год, и вот уже в сентябре 2017 года мы размещали такую же семилетнюю бумагу для НЛМК, но под 4%.

В плане объемов размещений рынок тоже превысил наши ожидания. В прошлом году общий объем размещений составил около $15 млрд, в этом году российские заемщики привлекли уже порядка $25 млрд. И это тоже во многом объективная ситуация. Потому что если посмотреть исторически, то евробонды обычно немного дороже банковских кредитов. Они традиционно более привлекательны для эмитентов не за счет

цены, а благодаря другим своим характеристикам: более легким ковенантам для эмитентов, отсутствием залога, амортизации и так далее. То есть чаще всего вовсе не цена является основополагающим фактором для заемщиков при выборе евробондов. Бывают редкие периоды (последний раз мы наблюдали подобную ситуацию в 2013 году), когда евробонды дешевле, чем кредиты. То же самое мы видим сейчас. В такой ситуации для эмитентов выбор между евробондами и кредитами становится очевидным. Те заемщики, кто раньше сомневался делать кредит или евробонд, выбрали в этом году второй инструмент.

Вообще, есть мнение, что нужно занимать не когда надо, а когда есть хорошие условия. Поэтому, увидев, что при начавшемся росте ставок в США можно занять на пять–семь лет под рекордно низкую ставку, некоторые заемщики всерьез об этом задумались. На рынок действительно вышло несколько эмитентов, у которых не было большой потребности в заимствованиях, но они предпочли воспользоваться моментом и зафиксировать надолго низкую ставку.

НУЖНО ЗАНИМАТЬ НЕ КОГДА НАДО, А КОГДА ЕСТЬ ХОРОШИЕ УСЛОВИЯ

– Если ситуация складывается настолько благоприятно, что не позволило достичь рекордных показателей 2013 года на первичном рынке евробондов РФ в нынешнем году?

– Тут есть два момента. Прежде всего, в 2013 году мы видели большой объем предложения от госбанков. Все-таки если посмотреть исторически, у нас всегда объем предложения из банковского сектора превышал объем выпусков из корпоративного сектора. Сейчас большая часть этого пласта банковских эмитентов под санкциями. Соответственно, количество эмитентов из России сократилось больше чем в два раза.

Второй момент связан с общей ситуацией в экономике сейчас и тогда. В 2013 году мы видели более высокие темпы экономического роста, более позитивные ожидания на будущее, у компаний — основных эмитентов евробондов — был больший объем сарех программ. Сейчас большинство крупнейших эмитентов снизили свои капексы, им меньше нужны деньги, чем это было в 2013 году.

– Какие новые тенденции в первичных размещениях вы бы выделили?

– Я думаю, что сейчас с учетом силы рынка и общих низких ставок у инвесторов выше спрос на долгосрочные бумаги. Сегодня, с точки зрения инвесторов, бумага на пять лет уже менее привлекательна, они хотят семилетнюю облигацию, чтобы получить более высокую доходность. И это тоже ведет к сокращению разницы в цене между пяти- и семилетней бумагами для компаний-заемщиков, которым становится интереснее размещать длинные инструменты.

Еще один объективный тренд — повышение спроса на долг рискованных заемщиков с более низким рейтингом. К примеру, J.P. Morgan выступил организатором размещения белорусской компании «Евроторг» с рейтингом B-, которое было очень хорошо принято инвесторами.

Выпуск «Евроторга» является амортизируемым, и такая структура могла бы быть интересна для других эмитентов. Подавляющее большинство выпусков евробондов имеют все-таки однократную выплату. Амортизация позволяет компании легче управлять выплатами по долгу. С развитием рынка такие вещи тоже становятся возможными.

– А с точки зрения спроса на разные валюты рынок дал эмитентам больше возможностей для маневра в 2017 году?

– В 2017 году палитра валют действительно была очень разнообразной, такого мы не видели с 2013 года. Мы делали и бумаги в фунтах стерлингов для «Газпрома», и выпуски в швейцарских франках для «Газпрома» и РЖД, и евротранзакции, и рублевые евробонды. При этом нужно понимать, что валюты, отличные от доллара, доступны прежде всего высококачественным заемщикам.

– Меняется ли каким-то образом подход к формированию синдикатов на международных сделках? Последние годы достаточно сильные позиции в российских сделках занимают российские же игроки. Видите ли вы тенденцию к усилению конкуренции с их стороны? Или ситуация, наоборот, выравнивается, и интерес международных банков к российскому рынку возвращается?

– Мне кажется, что для эмитента важно сегодня в первую очередь выбрать сбалансированный синдикат. У разных банков объективно разные преимущества. Кто-то лучше делает что-то одно, кто-то — другое. Заемщику важно, чтобы у него в синдикате были лучшие профессиональные банки с

точки зрения размещения евробондов, те, кто на этом специализируется. С другой стороны, эмитенту нужно привлечь в сделку свои relationship-банки. В последние годы роль российских госбанков в сделках для своих эмитентов действительно очень сильно возросла. Поэтому они сегодня присутствуют во многих размещениях. Мы, со своей стороны, предоставляем свой опыт работы на рынках долгового капитала как лидеры в этом сегменте.

– В целом интерес международных игроков к российскому рынку возвращается?

– Всего несколько банков полностью ушли с российского рынка после санкций. Нам в этом плане, конечно, намного комфортнее. Мы успешно прошли через кризис и остаемся одним из самых прибыльных банков. У нас по-прежнему одна из самых сильных и крупных платформ в России, при том что мы полностью соблюдаем санкционные ограничения.

– Стратегия JP Morgan на рынках капитала в России как-то поменялась за последние год-два?

– JP Morgan — очень стабильный банк. Это выражается не только в финансовых результатах, но и в стабильности стратегии присутствия на рынках, где мы работаем. Естественно, мы действуем в рамках санкций, прекрасно понимаем, что можно, а что нельзя. Мы сохранили наше присутствие в России и были задействованы в большинстве сделок. Это неизменно не только на протяжении последних пяти лет, но и в течение последних 25 лет: наше присутствие в России за эти годы не менялось.

– Что вы считаете сильной стороной JP Morgan в текущих условиях? На что вы делаете ставку сегодня?

– Если взять корпоративные League Tables, то в течение последних пяти–семи лет банк являлся абсолютным лидером на рынке DCM. Мы можем дать наиболее качественный совет клиенту, как лучше сделать сделку просто благодаря опыту команды и ее стабильности. J.P. Morgan как международный банк имеет одну из самых крупных платформ для размещения благодаря тому, как мы прошли кризис, общему объему бизнеса, рентабельности и так далее.

> В ПОСЛЕДНИЕ ГОДЫ РОЛЬ РОССИЙСКИХ ГОСБАНКОВ В СДЕЛКАХ ДЛЯ СВОИХ ЭМИТЕНТОВ ДЕЙСТВИТЕЛЬНО ОЧЕНЬ СИЛЬНО ВОЗРОСЛА

– Как меняется структура инвесторов на рынке евробондов, если говорить о спросе именно на российский риск?

– За последние пять лет произошло заметное развитие и увеличение доли локальной базы инвесторов. То, чего мы не видели в 2011–2013 годах, и как раз то, в чем Россия отставала от той же Бразилии, например. Именно отсутствие развитой локальной базы инвесторов было одним из важных факторов того, почему в 2011-2013 годах ставки в России были выше, чем в Бразилии. В среднем сегодня на размещениях примерно по четверти выпуска приходится на российских, английских и американских институциональных инвесторов. Оставшаяся четверть распределяется между континентальными европейскими, швейцарскими и азиатскими инвесторами. Доля азиатских инвесторов остается незначительной, и мы не ожидаем, что она будет расти, потому что азиатские инвесторы прежде всего сфокусированы на своем внутреннем рынке и любые другие неазиатские эмитенты остаются для них менее понятными и интересными.

– Вам как глобальному банку, наверное, сложнее работать со спросом со стороны локальных российских инвесторов, чем российским госбанкам?

– Нет. Поскольку мы присутствуем в подавляющем большинстве сделок из России, то всех этих инвесторов мы очень хорошо знаем и работаем с ними точно так же, как и российские банки.

– Один из трендов этого года — как раз сокращение вложений банков в российские евробонды. Вы на своих размещениях это почувствовали?

– В России в целом ставки сейчас очень низкие, что свидетельствует об общей благоприятной ситуации на долговых рынках. Именно поэтому сегодня большим спросом пользуются более рискованные истории с более высокой ставкой купона.

– Это долгосрочная тенденция?

– Такой тренд долгосрочным не бывает. И следует учитывать, что окна для успешных выпусков могут открываться, но могут и закрываться. Проблема в том, что невозможно предсказать, когда конкретно это случится.

– Давайте поговорим о конкретных сделках. В текущем году Министерство финансов РФ вновь вышло на международный долговой рынок. Несмотря на колоссальный интерес со стороны иностранных инвесторов (спрос превысил предложение более чем в два раза) сделка была осуществлена на российской финансовой инфраструктуре, а единственным организатором выступил «ВТБ Капитал». Видите ли вы перспективы для изменения текущей ситуации в ближайшие годы и как вы оцениваете вероятность участия JP Morgan в качестве одного из организаторов выпуска суверенных еврооблигаций РФ в будущем?

– Мы продолжаем работать с Министерством финансов РФ, например, мы являемся советником Минфина по работе с международными рейтинговыми агентствами. Что касается будущих размещений — сейчас еще рано что-то комментировать.

– В новом пакете санкций, принятых в августе 2017 года, предусмотрены значительные ограничения по заимствованию на международных рынках для российских государственных компаний, в частности для ПАО «Газпром» и ОАО «РЖД». J.P. Morgan выступает активным организатором сделок размещения еврооблигаций этих компаний. С какими сложностями могут столкнуться российские государственные компании при размещении еврооблигаций в ближайшем будущем и какова в этом роль принятых санкций?

– Естественно, мы работаем полностью в рамках текущего санкционного режима. Новый пакет санкций не запрещает «Газпрому», РЖД или другим госкомпаниям выходить на рынок евробондов. В частности, мы делали успешное размещение для РЖД в сентябре. Безусловно, новый пакет санкций требует определенных изменений в документации, которую мы прорабатываем для эмитентов. Но полного ограничения на новые размещения он не содержит.

Что касается перспектив, к сожалению, это именно то, что предсказать невозможно.

– В 2017 году на глобальный рынок капитала вернулась Украина. Сделка стала крупнейшим рыночным выпуском за всю историю Украины. Что в первую очередь определило успех размещения — общий интерес глобальных инвесторов к развивающимся рынкам или все-таки это ставка именно на Украину, на макроэкономическую стабилизацию региона, реализованные и будущие реформы?

– Это свидетельствует об общей силе рынка и позитивном настрое среди его участников. Кроме того, с учетом общего падения ставок инвесторы ищут, где можно заработать. Есть спрос на более высокую доходность, соответственно, растет спрос на эмитентов с более низким рейтингом. Инвесторы, конечно, видят улучшение экономической ситуации в стране, они надеются, что помимо фиксации относительно высокой ставки при размещении они смогут заработать на снижении доходности и общем улучшении ситуации в стране.

Это был действительно рекордный объем и рекордный спрос: на пике книжка у нас приближалась к $10 млрд. Интересно также, что выпуск является амортизируемым. Можно отметить и общую длину размещения — 15 лет. Украина никогда не размещала евробонды более чем на десять лет. То есть это самый длинный выпуск за всю историю страны.

– В рамках road show акцент был сделан на США и Великобританию, при этом континентальная Европа и Азия не были охвачены. Почему?

– Это в принципе характерно для выпусков суверенов, и для Украины такое распределение инвесторов достаточно стандартно. Чем длиннее выпуск, тем больший спрос он получает со стороны институциональных инвесторов.

– В 2017 году на рынок еврооблигаций вернулась еще и Беларусь. Сначала был размещен суверенный выпуск, а совсем недавно впервые за долгое время на рынок вышел белорусский корпоративный заемщик — «Евроторг». В каких условиях проходило это размещение и какие перспективы для выхода на международные долговые рынки вы видите для других белорусских эмитентов?

– Выпуск еврооблигаций «Евроторга» был в принципе дебютным для всего корпоративного сектора в Беларуси. Интересно еще и то, что обычно на рынок евробондов выходят экспортеры, а «Евроторг», что достаточно уникально, — это компания с выручкой в локальной валюте, соответственно, присутствуют большие FX-риски. Несмотря на это нам удалось правильно позиционировать эту сделку и продать выпуск инвесторам при высоком спросе: книжка приближалась к $2 млрд. Для дебютного выпуска это очень хороший результат.

– Текущая конъюнктура является максимально благоприятной для рынков EM, это позволяет эмитентам занимать деньги под очень выгодные доходности и успешно рефинансировать текущую задолженность. Что, по-вашему, может стать глобальным триггером для переоценки инвесторами текущих рисков?

– Чаще всего материальным триггером для переоценки становится то, что непредсказуемо. Если мы чего-то ожидаем, то это обычно не оказывает влияния на рынок. Хороший пример — российский банковский сектор. Когда мы проводили очень успешные размещения МКБ, Тинькофф Банка весной–летом, в российском банковском секторе все было хорошо. Тогда никто не мог предположить, что будет происходить уже в конце лета. Сказать, что именно может стать триггером, тяжело. Однако есть три риска, которые сохраняются сегодня: это цены на нефть, замедление в Китае и очень высокий корпоративный долг американских и европейских компаний.

– Какие у вас ожидания от первичного рынка в 2018 году?

– В какой-то момент возможна коррекция, поэтому эмитентам, которые думают о размещениях, не следует затягивать с этим решением.

Беседовала **Антонина ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА**

ЗА ПОСЛЕДНИЕ ПЯТЬ ЛЕТ ПРОИЗОШЛО ЗАМЕТНОЕ РАЗВИТИЕ И УВЕЛИЧЕНИЕ ДОЛИ ЛОКАЛЬНОЙ БАЗЫ ИНВЕСТОРОВ