Александр БУЛГАКОВ,
исполнительный директор
по рынкам долгового
капитала, Райффайзенбанк

Российские евробонды: DELAYED

Последние два года российский рынок евробондов радовал своих участников быстрым восстановлением и достижением новых высот. Первые месяцы 2018 года принесли нам ряд интересных сделок, возвращение России в инвестиционную рейтинговую категорию, а затем и новые вызовы: коррекцию рынка, а также реализовавшуюся угрозу новых западных санкций. После введения 6 апреля критических ограничений на ведение бизнеса в отношении ряда российских компаний и физлиц, совпавшего по времени с резким скачком политической напряженности вокруг Сирии, события начали стремительно развиваться в негативном направлении, что привело к временному закрытию рынка.

Если 2016 год был годом возрождения после фактически «потерянного» 2015-го, то в 2017 году рынок совершил рывок, продолжил мощный рост по всем направлениям и к осени окончательно достиг новой «нормальности» и благоденствия. Восстановление цен на нефть, преодоление рецессии, а также окончательное привыкание экономики и инвесторов к введенным в 2014 году санкциям принесли снижение риск-премий по российскому риску до «докрымского» уровня, что позволило новым выпускам многих российских эмитентов по абсолютной доходности превзойти показатели докризисного 2013 года, обновив исторические минимумы.

Объем рынка при этом, хоть и увеличился более чем на 70% по сравнению с 2016 годом, составил лишь половину от показателя 2013-го, который, я полагаю, останется непревзойденным для российского рынка евробондов в среднесрочной исторической перспективе.

Основу роста обеспечили корпоративные эмитенты, большинство из которых рефинансировало существующие заимствования, в том числе сделанные в 2012–2013 годах на пятилетний срок. Спрос на новые деньги был скромным ввиду отсутствия больших инвестиционных планов в грядущие годы экономического роста на уровне 1–2% в лучшем случае. Значительную часть объема новых выпусков обеспечил суверен, который тоже направил львиную долю привлеченных $7 млрд на погашение старых выпусков.

Наиболее заметным отличием в составе эмитентов в 2017 году стало снижение доли банков в общем объеме выпусков до 10%, причем не только в сравнении с 2013 годом, когда те обеспечили более 30% объема, но и по сравнению с 2016-м (15% от совокупного объема), когда госбанки

уже были под санкциями. А что насчет крупных частных банков, выступавших регулярными эмитентами в течение последних лет? К концу года их по большому счету осталось лишь двое: Альфа-Банк и Московский кредитный банк. На них, уже сделавших по одному размещению в первом квартале, и остается вся надежда.

Если продолжить исторические параллели, то вслед за эпохой возрождения должны были последовать географические открытия — и правда, в 2017 году мы наблюдали некоторое расширение спектра валют новых размещений.

Вновь появился британский фунт, в приличных объемах вернулся «еврорубль», продолжились размещения в швейцарском франке, полюбившемся некоторым эмитентам во многом благодаря достижимому купону на уровне «2% с небольшим». Но вряд ли все это можно назвать по-настоящему открытиями. «Прорыва на восток», желанного и ожидаемого многими, так и не произошло. Помимо двух маленьких «панд» «РУСАЛа», ничего примечательного от азиатских инвесторов мы так и не увидели. Доля азиатской аллокации в долларовых выпусках редко поднималась выше пары процентов. Ожидания великого замещения азиатским капиталом денег западных рынков, которые в массовом сознании обывателей и даже многих так называемых «экспертов» и до 6 апреля почему-то считались закрытыми из-за антироссийских санкций, не оправдались. Но после этой рубежной даты реальность рынка «догнала» расхожее заблуждение...

В новой реальности, в которую мы вступили 6 апреля, когда Минфин США опубликовал очередной санкционный список в отношении российских компаний, бизнесменов и чиновников, шанс проявить себя Китаю и другим потенциальным «друзьям» с Востока, теоретически, еще может представиться, но шанс этот не очень велик. Разговоры о введении «настоящих» санкций западных стран — санкций против российского суверенного долга вновь активизировались вслед за острым кризисом российско-британских отношений и новым витком взаимных высылок дипломатов, вовлекшим десятки европейских стран и США. Однако в случае такого поворота событий западной «токсичности» с лихвой хватит, чтобы и азиатские инвесторы также держались в стороне от рискованных российских сделок, на которые они и так-то смотрят не слишком внимательно. Вместе с тем, несмотря на ужесточение санкций

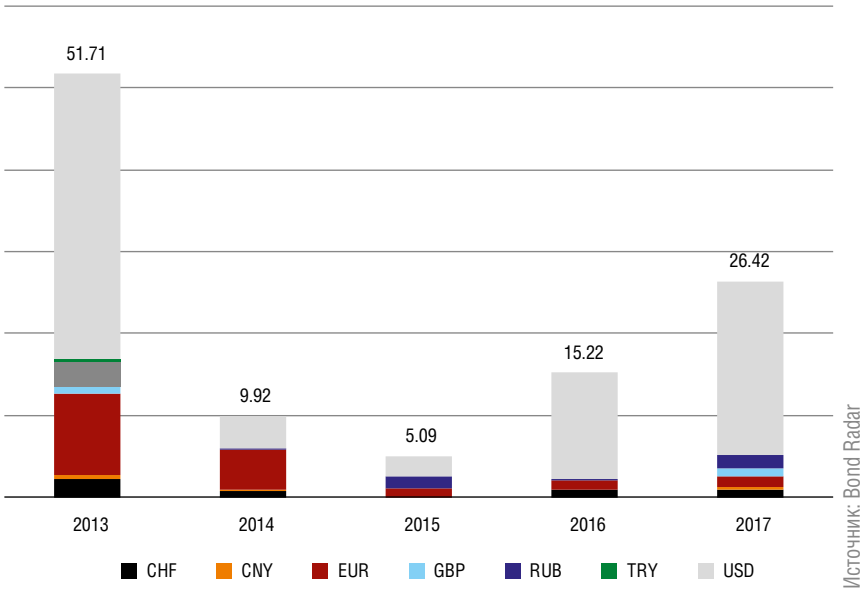
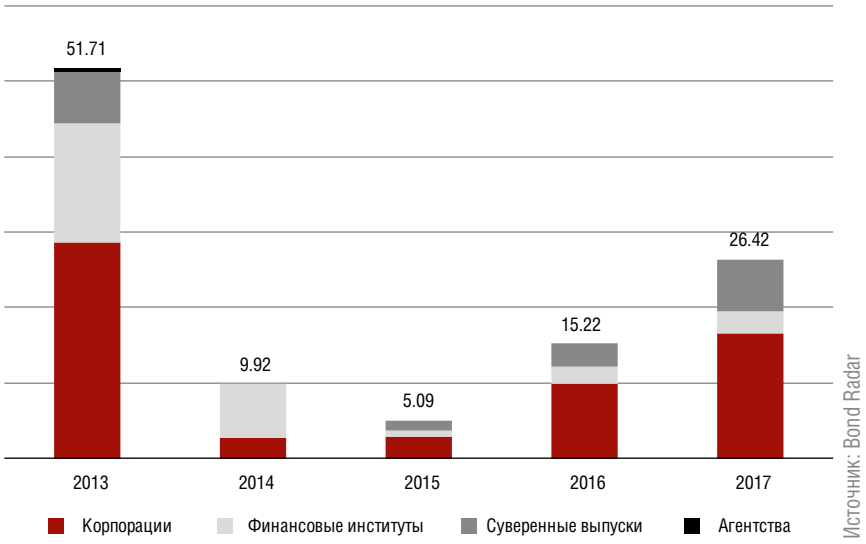


Рисунок 1
Российские евробонды по валютам, $ млрд

в отношении ряда компаний и опасений дальнейшего расширения их списка, вероятность введения запрета на суверенный долг остается небольшой. В отличие от санкций против «РУСАЛа», которые экономически выгодны США, такой шаг принесет значительные негативные последствия не только для России, но и для многих глобальных, в том числе американских игроков. Последовательные выступления главы американского Минфина против таких мер говорят о том, что, с высокой долей вероятности, прямых санкций против госдолга все же удастся избежать.

Ранее, в последние недели марта, в Лондоне также возникла дискуссия об ограничении доступа находящихся под санкциями российских банков к услугам международных клиринговых систем, что может закрыть, или, по меньшей мере, значитель-

Рисунок 2
Российские евробонды по секторам, $ млрд



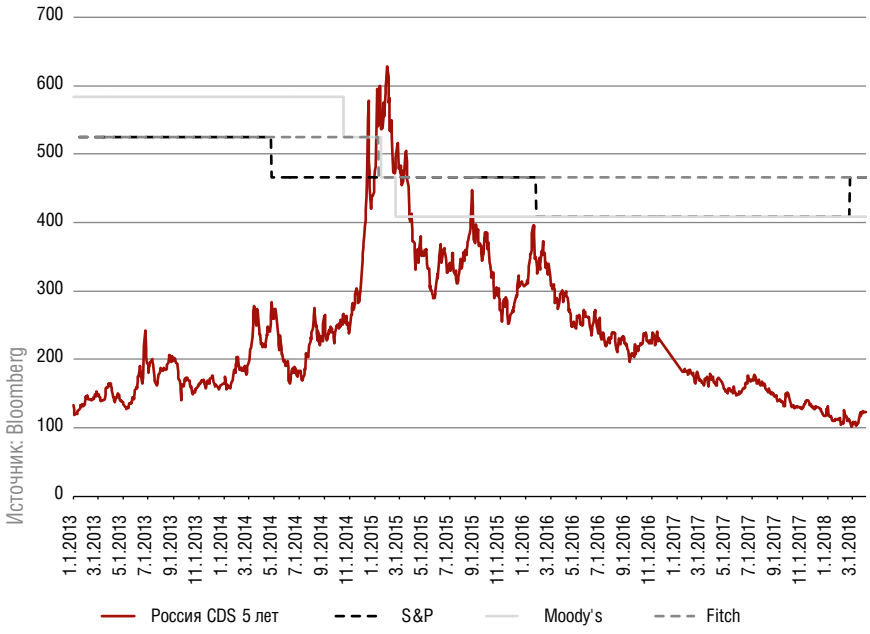
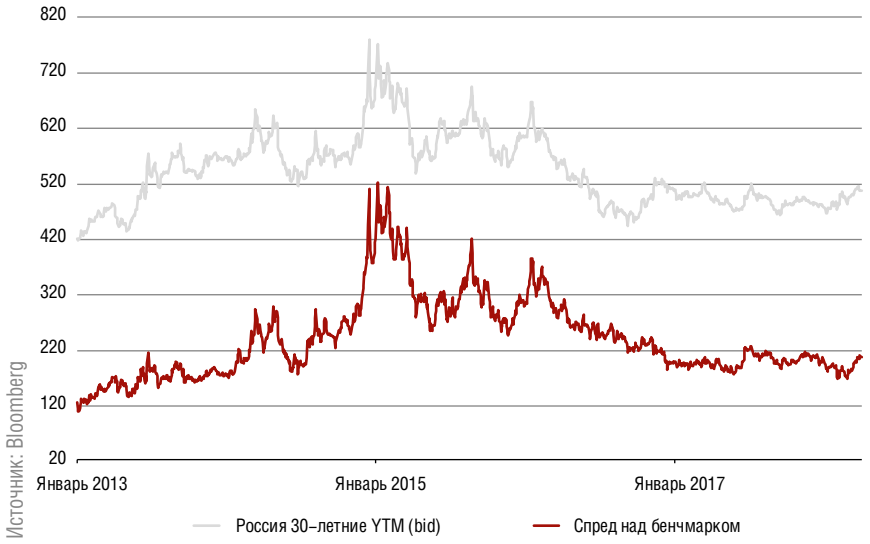


Рисунок 3
Российские CDS (б.п.) и рейтинги

Рисунок 4
Динамика YTM и спреда к бенчмарку «Россия 30-летние» (б.п.)



но усложнить техническую возможность новых выпусков суверенных евробондов России даже без введения прямого запрета на покупку таковых инвесторами. Именно госбанкам Минфин доверял размещения последних лет, после того как международные банки сдали полномочия букраннеров под влиянием недокументированных, но крайне настойчивых предостережений из Вашингтона. Саму возможность российских госбанков выступать в качестве букраннеров евробондов в правительстве Мэй назвали «лазейкой» в существующем санкционном режиме, и если решением будет эту лазейку прикрыть, негативное влияние на перспективы работы «санкционных» банков в качестве организаторов новых выпусков будет трудно переоценить.

ПОСЛЕДОВАТЕЛЬНЫЕ ВЫСТУПЛЕНИЯ ГЛАВЫ АМЕРИКАНСКОГО МИНФИНА ПРОТИВ ПРЯМЫХ САНКЦИЙ НА ГОСДОЛГ ГОВОРЯТ О ТОМ, ЧТО, С ВЫСОКОЙ ДОЛЕЙ ВЕРОЯТНОСТИ, ЭТИХ МЕР ВСЕ ЖЕ УДАСТСЯ ИЗБЕЖАТЬ

В течение всего 2017 года уровень российских CDS неуклонно снижался, обновив к концу года минимумы 2013 года и почти достигнув отметки в 100 б.п. Аналогичную динамику показывали и уровни доходности евробондов суверена и качественных российских эмитентов. Суверенные кредитные рейтинги при этом оставались неизменными в течение всего года, пока в феврале 2018 года S&P не вернуло Россию в число стран с инвестиционным рейтингом, присоединившись к агентству Fitch, которое этого статуса Россию и не лишало. С точки зрения рынка это рейтинговое действие не имело большого значения, так как по факту инвесторы уже давно оценивали страну на уровне, соответствующем инвестиционному рейтингу, а многие российские «голубые фишки» вернули себе (или обрели впервые) статус investment grade раньше суверена. Апгрейд суверенного рейтинга от S&P по времени почти совпал с коррекцией рынка, которая началась в конце января. Ее влияние на котировки российских бумаг, а также на первичный рынок еврооблигаций стало гораздо более значимым и проявилось в снижении деловой активности еще до 6 апреля – рубежа «новой реальности».

Начало 2018 года выдалось весьма активным для российского рынка. За первые три месяца было выпущено почти $9 млрд, $4 млрд из которых, правда, пришлись на новые выпуски Минфина. Эмитенты стремились реализовать свои планы по привлечению финансирования до введения новых санкций, слухи о которых циркулировали во второй половине 2017 года, и ожидаемого рынком роста базовых ставок

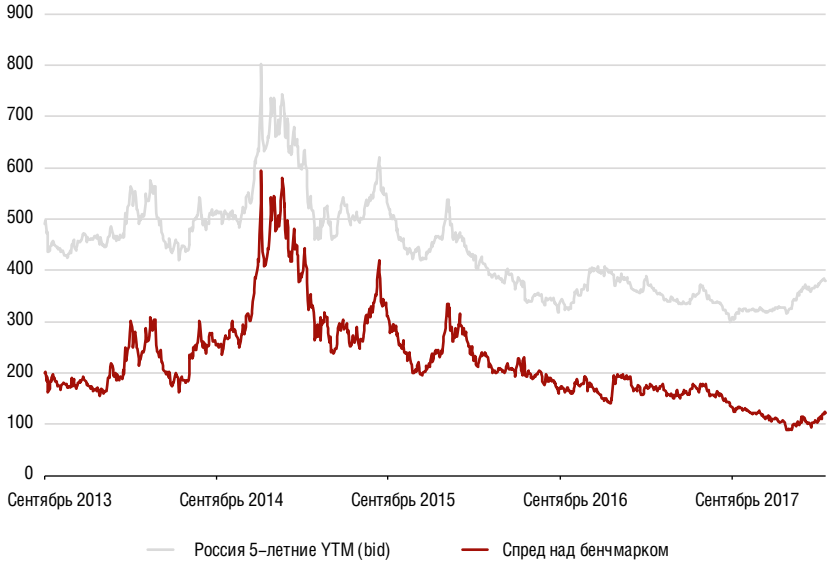
ФРС. Публикация в конце января так называемого «кремлевского списка», в который вошли имена почти всех участников первой сотни российского списка Forbes, не оказала никакого влияния на первичный рынок. Показательно, что эмитенты, контролируемые фигурантами этого списка, объявляли сделки даже непосредственно в день его публикации и на следующий день, впоследствии успешно закрывая сделки. Но уже первые торговые дни после 6 апреля ярко продемонстрировали, насколько недооценен был тот «первый звонок».

Чего нам ждать от оставшихся трех кварталов 2018 года?

Начиная с конца января, из-за рыночной волатильности инвесторы получили возможность быть избирательными и придирчивыми при участии в первичных размещениях, а эмитентам пришлось вспомнить о том, что премия за новый выпуск — важный элемент стратегии размещения на волатильном рынке. Впервые за очень долгое время мы увидели сделки, которые были сняты с рынка уже после начала букбилдинга, а некоторые эмитенты решили повременить с выходом на рынок, видя уже не столь безудержный спрос и растущие уровни доходности. Игра в одни ворота, в которой почти любой мяч, даже пущенный не совсем удачно, неизменно попадал в створ, похоже, закончилась на какое-то время. Это заставляет эмитентов и банки-организаторы более осторожно выбирать окно для размещения (то есть попросту ждать) и выстраивать стратегию прайсинга.

Учитывая рыночный консенсус о повышении базовых ставок ФРС на 0.75–1% в ближайший год, который уже «в цене», а также реализовавшиеся риски на «санкционном фронте», тех ставок и того всепоглощающего спроса, который мы наблюдали в период с сентября 2017-го по январь 2018 года, с высокой долей вероятности уже не будет в среднесрочной исторической перспективе.

Само по себе повышение суверенного рейтинга S&P не принесло и, как теперь уже очевидно, не принесет активизацию первичного рынка. Новые длинные деньги в больших объемах мало кому нужны, многие компании сфокусированы на снижении долговой нагрузки. Банков, способных выйти на евробондовый рынок, остались единицы, а возможность новых выпусков суверена того и гляди окончательно перекроют новыми санкциями все более недружественного Запада.



Источник: Bloomberg

Рисунок 5
Динамика YTM и спреда к бенчмарку «Россия 5-летние» (б.п.)

Уже ясно, что как минимум во втором квартале мы не увидим много новых размещений из России. Более того, с учетом возможной эскалации сирийского кризиса и других болевых точек в отношениях России с Западом, международный долговой рынок может остаться закрытым для России на более продолжительное время.

Еще до введения новых санкций и очередного витка напряженности в Сирии возникали сомнения, что за оставшиеся месяцы 2018 года российский рынок сумеет перебить показатель «ударного» первого квартала. Еще в начале апреля я оптимистично прогнозировал совокупный объем размещений в 2018 году на уровне 70–80% от показателя прошлого года. Но после анонса новых санкций, в атмосфере тревожного ожидания развития событий в Сирии и продолжения санкционного давления, перспектива скорого возобновления активности на первичном рынке евробондов в России выглядит туманной.

На протяжении двух лет рынок евробондов предлагал для российских эмитентов достаточный инвесторский спрос и уровни абсолютной доходности, близкие к историческим минимумам. Эмитенты любых рейтинговых категорий имели возможность привлечь финансирование на международном рынке на ближайшие 5, 10 и более лет. К сожалению, с 6 апреля 2018 года такая возможность на какое-то время исчезла. Хочется верить, что ненадолго, ведь и в 2014-2015 годах рынок уже преодолевал трудную полосу, из которой успешно вышел и достиг новых высот. Как бы ни развивалась ситуация, в любых условиях мы будем поддерживать наших эмитентов и искать для них оптимальные решения.

ПЕРСПЕКТИВА СКОРОГО ВОЗОБНОВЛЕНИЯ АКТИВНОСТИ НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ ЕВРОБОНДОВ В РОССИИ ВЫГЛЯДИТ ТУМАННОЙ