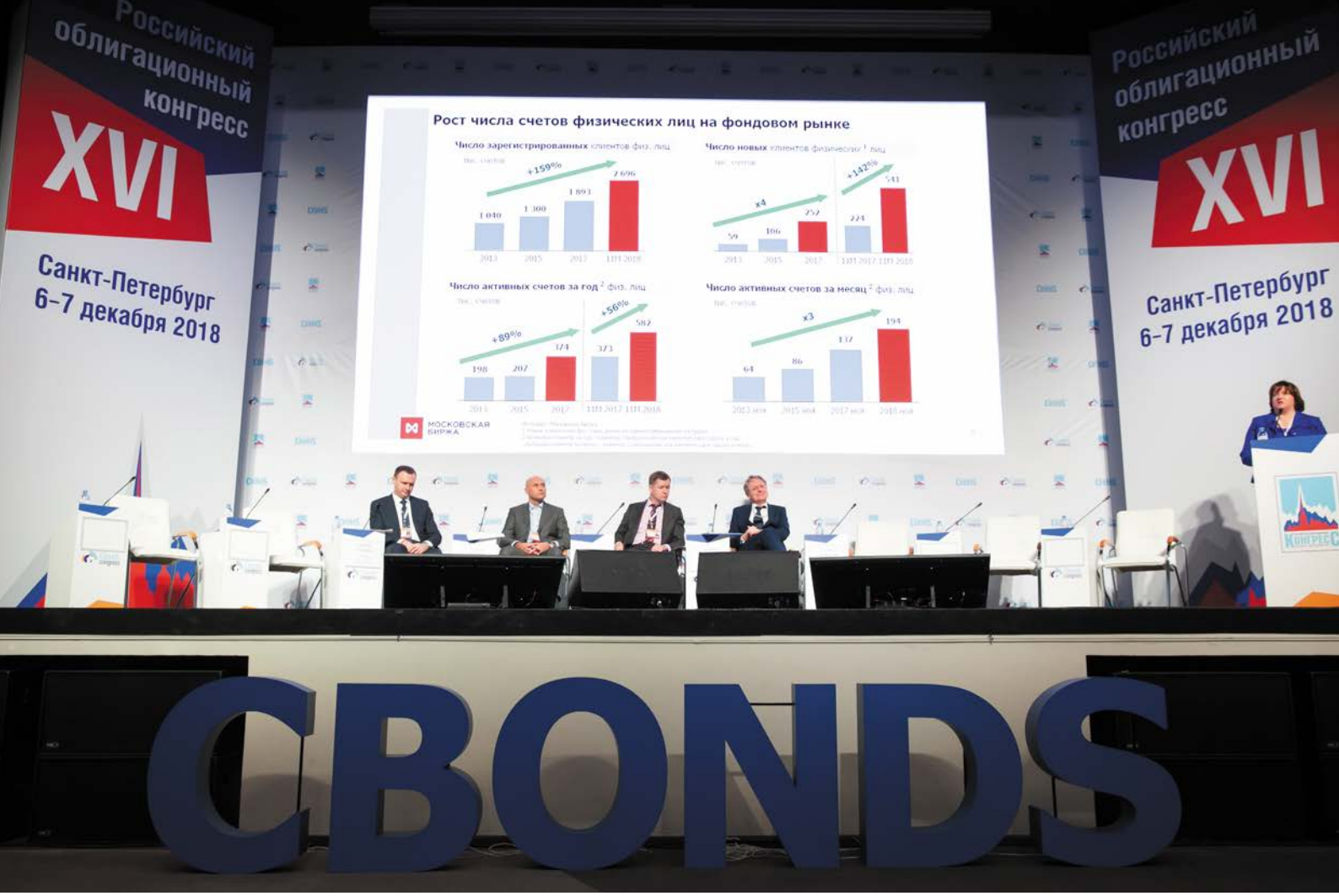


РОК–2018: в поисках позитива

Очередной — шестнадцатый по счету — Российский облигационный конгресс, который группа компаний Cbonds традиционно организует в Петербурге, собрал в этот раз почти 600 делегатов. Причем, несмотря на то что 2018 год оказался не очень удачным для рынка, спикеры конгресса в подавляющем большинстве предпочли не предаваться унынию и нашли немало поводов для оптимизма.

2018 год начинался в общем-то «за здравие»: результаты первого квартала по рынку облигаций существенно превзошли аналогичные показатели предыдущего года. Называя первый квартал 2018-го «просто изумительным», **Игорь Ешков, вице-президент, глава локального DCM Газпромбанка,** проиллюстрировал это определение цифрами и фактами: корпоративных бумаг было размещено на 466 млрд рублей, в то время как за первый квартал 2017 года — на 279 млрд рублей, количество выпусков — 53 против 38; только в феврале 2018 года состоялись уникальные для локального рынка размещения — 50 млрд на 5 лет для «Роснефти», 20 млрд на 8 лет для РЖД, 30 млрд на 7 лет для «Газпрома». «Это говорит о том, что, когда на рынке есть стабильность, когда ставки очень интересные, эмитенты хотят массово выйти на рынок, — заметил Игорь Ешков. — Ведь что такое сделка? Это обоюдное согласие инвестора и эмитента по ставке. Именно это согласие мы и наблюдали в первом квартале 2018-го».

«Мы уже были готовы протестировать рынок на способность брать новые рубежи, а Московская биржа даже организовала семинар о том, как нам работать в условиях предельно низких ставок, но тут-то все и началось, — напомнил участникам конгресса **Денис Шулаков, первый вице-президент, глава блока рынков капитала Газпромбанка.** — Введенные 6 апреля санкции, включившие в список SDN ряд российских компаний и государственных лиц, отбросили ставки на уровень декабря 2017 года. Затем глобальный sell-off на развивающихся рынках и реакция Банка России, заявившего о завершении цикла смягчения денежно-кредитной по-

литики; все это вернуло нас еще дальше, к уровню осени 2017 года. Затем возобновление риторики США в отношении санкций на российский долг и российские банки, ослабление национальной валюты привело к следующему уровню. А последовавший в сентябре новый виток санкционной риторики и ужесточение денежно-кредитной политики Банком России отбросили нас еще дальше». Распродажа российских облигаций в итоге приобрела массовый характер, а усредненный рост доходностей на рынке долговых бумаг с начала года превысил 150 базисных пунктов.

Ряд последовательных ударов привел к тому, что по итогам 2018 года облигационный рынок просел практически по всем показателям. «Я проверил по цифрам, и у меня получилось, что это худший год за последние шесть лет», — констатировал **Сергей Лялин, генеральный директор группы компаний Cbonds**. По его данным, объем размещений корпоративных бондов (включая еврооблигации) серьезно сократился — более чем в два раза, рынок субфедеральных облигаций также существенно сжался — более чем в полтора раза. Прибавил — и то не сильно — только рынок ОФЗ.

По **данным Анны Кузнецовой, члена правления, управляющего директора по фондовому рынку Московской биржи,** первичный рынок локальных бондов фактически упал на 14% за 11 месяцев 2018 года (на момент проведения конгресса. — *Ред.*), если убрать из расчета краткосрочные облигации Банка России и однодневные облигации банка ВТБ. То же самое можно сказать и про вторичные торги: объемы операций снизились, причем в первую очередь — на рынке корпоративного долга (минус 20,5% за 11 месяцев 2018 года). Увеличение объема операций на рынке государственного долга почти на 7%, по словам Анны Кузнецовой, не должно сильно радовать, потому что в значительной мере этот рост связан с выходом инвесторов. «Нерезиденты активно продавали государственный долг, их доля снизилась с максимума в 35% до 25%. Это соответствует уровню 2016 года», — заметила Анна Кузнецова.

Изменился и наблюдаемый последние 8 лет тренд на увеличение доли облигаций как инструмента финансирования компаний. Она выросла с 16% в 2009 году до 28% — в 2017-м, но год спустя банковские кредиты отыграли обратно один процент. «Мы видим существенное сужение спредов между банковскими корпоративными кредитами и доходностями, которые предлагает облигационный рынок. Это не очень хорошо для последнего, поскольку компании первого эшелона получают более выгодные условия у коммерческих банков и таким образом отказываются от выхода на долговой рынок», — пояснил **Сергей Назаров, заместитель генерального директора «Эксперт РА».**

XVI РОК В ЦИФРАХ

- За два дня площадку конгресса посетили **590** делегатов.
- В конференции приняли участие **270** банков, управляющих, инвестиционных, юридических и консалтинговых компаний, эмитентов, органов власти, средств массовой информации.
- География участников включала **21** страну, в том числе Россию, Украину, другие страны б. СССР, страны Европы, США, а также Китай и Чили.
- В рамках конгресса состоялись **12** тематических секций, выступления более 80 российских и иностранных спикеров, включая представителей Банка России, Минфина РФ, Минфина РБ, Московской биржи и других.
- Впервые в рамках конгресса была проведена открытая встреча клуба CBONDS Talks, участие в которой приняли **5** ораторов. По итогам голосования лучшим оратором был признан Алексей Мамонтов, президент MMBA.
- На третий ежегодный турнир по Интеллектуальной игре среди участников конгресса финансисты заявили **16** команд. Победителем стала команда «Огонь», сформированная непосредственно перед игрой из участников конгресса, представляющих разные компании.
- В 2018 году ежегодные награды Cbonds Awards вручались на заключительном гала–ужине в **20** номинациях. Рекордсменами по количеству призовых мест стали Газпромбанк, «ВТБ Капитал» и Sberbank CIB.

СВЕТ ВО ТЬМЕ

Где же нашлись поводы для оптимизма? Денис Шулаков полагает, что к таковым можно отнести уровень адаптивности российской финансовой системы к внешним шокам: «Внутренние ресурсы позволили заместить нерезидентов, выходящих из ОФЗ. Бюджетное правило Минфина позволило

снизить чувствительность рубля к движению цены на нефть. Кроме того, произошло расширение палитры долговых инструментов».

Сергей Лялин выделяет упомянутое выше «расширение палитры долговых инструментов» особенно: «Точки роста — есть, новые темы — есть». Первая из них — тема структурных продуктов. В 2017 году было принято соответствующее законодательство, и оно заработало. Если за всю предыдущую историю было зарегистрировано всего 33 выпуска таких бумаг, то только за 2018-й (к началу декабря) — уже 38. «Этот сегмент явно набирает обороты», — констатировал Сергей Лялин. Тенденцию проиллюстрировал **Павел Васильев, исполнительный директор — директор по инвестиционным и секьюритизированным продуктам Sberbank CIB:** «По структурным продуктам, которые мы активно стали выпускать в 2018 году, уже вышли на уровень в два, а то и три выпуска в неделю».

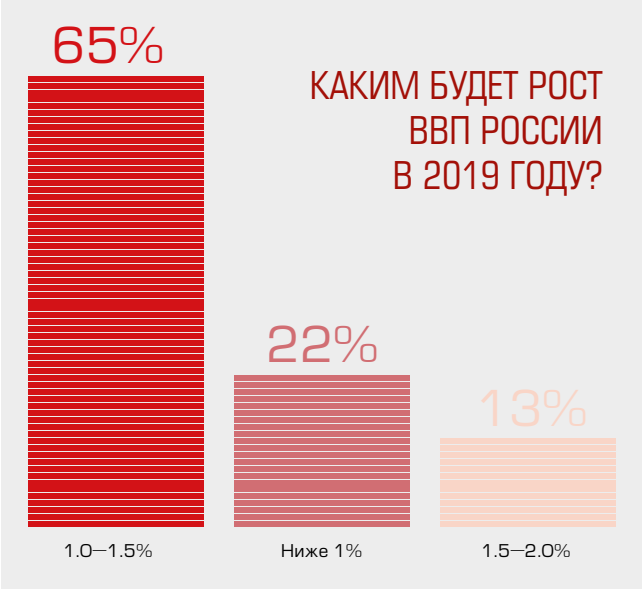
Вторая точка роста — то, что называется высокодоходными облигациями, или облигациями high yield. Это бумаги относительно небольших эмитентов объемом выпуска в несколько сотен миллионов рублей (иногда даже меньше 100 млн) с достаточно высокой купонной ставкой — обычно от 12%, а часто и от 15% годовых. В 2018 году на рынке появилось больше 30 подобных эмитентов. «Сегмент крайне непростой, с высокими рисками, с повышенной вероятностью дефолта, но тем не менее активно развивающийся», — пояснил Сергей Лялин.

Еще одна тема, которая довольно популярна сейчас в мире и начинает активно обсуждаться в России, — это тема так называемых «зеленых» облигаций (green bonds), которые появляются наряду с традиционными бондами, включая инфраструктурные и концессионные бумаги.

С принятием так называемого закона «об упрощении эмиссии» правовой ландшафт рынка изменится настолько, что придется переписывать учебники по рынку ценных бумаг и по-другому учить студентов, воодушевил участников конгресса **Дмитрий Волков, советник экономического управления развития финансового рынка департамента стратегического развития финансового рынка Банка России.** «Процесс эмиссии упростится, станет менее громоздким, более структурированным, понятным», — перечислил Дмитрий Волков, обратив внимание на самые важные новации. В частности, исчезнет документарная форма эмиссионных ценных бумаг; уйдет в прошлое сертификат облигаций — документы можно будет подавать в электронном виде; регистрирующим органом будет не

РЫНОК ГОЛОСУЕТ

РЫНОК ГОЛОСУЕТ



только Банк России, появятся и другие регистраторы. Расширяется возможность выпуска программ облигаций на все виды облигации, кроме конвертируемых, а также расширяются возможности эмиссии без регистрации проспекта. Упрощаются корпоративные процедуры (так, ряд эмиссионных документов можно будет подписывать по доверенности), но одновременно повышается ответственность за недобросовестную информацию. Уведомление об итогах размещения будет подавать не эмитент, а компании учетной инфраструктуры — депозитарий и регистратор. Провозглашается пропорциональный подход к раскрытию информации — в зависимости от вида ценных бумаг, профиля эмитента, от того, относится ли эмитент к субъектам малого и среднего предпринимательства, и

так далее. «Это означает более гибкий подход к раскрытию информации, устранение дублирования и множество иных полезных новаций», — резюмировал Дмитрий Волков.

Анна Кузнецова в качестве одного из поводов для оптимизма назвала существенный рост числа розничных инвесторов: в 2018 году был установлен рекорд по количеству новых частных клиентов, пришедших на Московскую биржу. «Это случилось благодаря ряду инициатив, направленных на диджитализацию финансовых сервисов. В 2015 году появилась возможность удаленного открытия брокерского счета, и с тех пор на этот рынок вышли фактически все значимые участники: удаленные счета открывают своим клиентам крупнейшие банки, появились мобильные приложения, связанные с инвестициями. Количество новых клиентов по итогам 11 месяцев 2018 года — 541 тысяча, мы такой цифры не видели никогда; в прошлом году было 224 тысячи за 11 месяцев», — рассказала Анна Кузнецова. Соответственно, по состоянию на конец ноября физические лица приобрели облигаций на 185 млрд рублей. Это примерно в 3 раза больше, чем за аналогичный период 2017 года.

МАНЯЩИЙ КИТАЙ

Участники конгресса неоднократно обращались к теме триллионного в долларовом эквиваленте китайского рынка облигаций, отмечая большой потенциал такового для российских эмитентов. «Мы много сил вкладываем для того, чтобы произошла сопряженность российского и китайского рынка», — заметил, в частности, Денис Шулаков, комментируя сделку по размещению облигаций «РусГидро» в китайской валюте. В ноябре 2018 года компания привлекла 1.5 млрд юаней на 3 года по ставке 6.125% годовых. По словам Дениса Шулакова, в течение нескольких дней после закрытия сделки более пяти российских корпоративных заемщиков обратились с просьбой рассмотреть для них возможность использования аналогичного инструмента.

Сергей Назаров предложил изучать «китайскую тему» всем компаниям, имеющим стратегическое видение на диверсификацию своих источников фондирования. «Безусловно, выход на рынок Китая тернист и очень долог, — оговорился Назаров. — Не нужно питать иллюзий: китайцы играют очень сложную политическую и экономическую игру в трехмерном измерении». Главным инвестором на китайском долговом рынке являются крупные коммерческие банки.

Это минус в том смысле, что они работают на многих площадках, взаимодействуя и с американскими финансовыми институтами, а потому более осторожны в принятии возможных санкционных рисков. Одновременно набирают обороты и китайские локальные фонды, которые в гораздо меньшей степени переживают по поводу санкционных рисков и больше ориентируются на доходность. «В перспективе эти фонды могут стать одним из важных инвесторов в облигации, которые будут выпускаться российскими эмитентами на китайском рынке», — спрогнозировал Сергей Назаров.

С точки зрения **Константина Вышковского, директора департамента госдолга и государственных финансовых активов Минфина РФ,** наиболее перспективным направлением представляется размещение на российской биржевой платформе нового долгового инструмента, регулируемого российским законодательством, но номинированного в китайской валюте. «Амбициозность данного проекта состоит как раз в том, что стоит задача привести внутренних китайских инвесторов в российскую инфраструктуру, на российскую биржевую платформу. Возможно, как раз по этой причине нам пока еще не удалось запустить проект, но мы активно работаем над решением этой задачи», — заметил Константин Вышковский.

В свою очередь, задачу привести на российский рынок своих корпоративных заемщиков поставила перед собой Беларусь. Эту глобальную цель озвучил участникам конгресса **Андрей Белковец, заместитель министра финансов Республики Беларусь.** «В 2010 году Беларусь стала первым суверенным эмитентом, который вышел на локальный рынок России. Теперь у нас в планах вернуться на него. Мы переходим в активную фазу размещения облигаций в российских рублях на российском финансовом рынке», — заявил Андрей Белковец.

«ДЕДОЛЛАРИЗАЦИЯ» РАЗМЕЩЕНИЙ: НАДОЛГО?

Вопрос, вызвавший оживленную дискуссию в рамках конгресса: можно ли считать тенденцией отказ российских эмитентов от размещений облигаций в долларах и переход в те же китайские юани, в евро или японские йены. Так, о выпуске евробондов в японской валюте объявил в конце 2018 года «Газпром».

По мнению Игоря Ешкова, «дедолларизация» выпусков — явление скорее конъюн-

РЫНОК ГОЛОСУЕТ

ктурное. «Есть некие геополитические риски, о которых всегда нужно помнить. Инвесторы тоже знают о них и не хотят брать на себя дополнительных расчетных рисков, — пояснил он. — С другой стороны, привлечение средств в тех же евро и японских йенах банально дешевле. Получается, и эмитентов, и инвесторов такое положение вещей в данный момент целиком устраивает, поэтому мы и видим соответствующие сделки».

«Далеко не все сделки диктуются исключительно экономической эффективностью. Это и вопрос исследования новых рынков и новых карманов ликвидности, — возразила **Ольга Гороховская, управляющий директор, соруководитель DCM, Sberbank CIB**. — Я не стала бы сбрасывать со счетов долларовые заимствования. Когда придет время рефинансироваться, они все равно вернутся. Можно сходить в Китай, можно сходить в Европу, можно попробовать и сходить в Японию, но для серьезных объемов рефинансирования, для привлечения денег на капитальные затраты, на срок больше 5 лет долларовый рынок все равно остается самым большим, самым ликвидным и самым интересным».

«Владение долларовыми портфелями включает в себя не только американских инвесторов, но и инвесторов в Европе, на Ближнем Востоке. Их активы чаще всего деноминированы по-прежнему в долларах, — напомнил, в свою очередь, **Дмитрий Гладков, и. о. главы управления инвестиционно-банковских услуг, руководитель группы финансирования «Ренессанс Капитал».** — С точки зрения самих эмитентов, выбор доллара экономически очень часто более обоснован как по ценовым параметрам, так и с точки зрения управления пассивами. С точки зрения обратных операций по переходу в рубль долларовый рынок — наиболее ликвидный. Да, есть переходы из других валют, но они чаще всего будут идти через тот же доллар».

РИСКОВЫЙ НАБОР

Ключевые факторы, которые будут влиять на динамику долгового рынка в краткосрочной и среднесрочной перспективе, — санкции и геополитические риски, динамика процентных ставок в США, возможный негатив из Китая, денежно-кредитная политики Банка России и уровень инфляции внутри страны, а также стратегия заимствований Минфина.

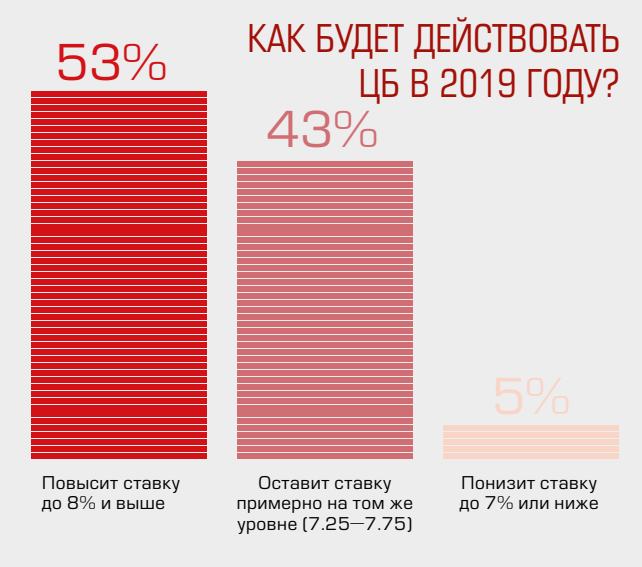
По вопросу санкций расхождений практически не наблюдается: напряженность в ближайшее время не спадет, весной 2019 года следует ожидать очередной порции ограничений. При этом сценарий, при котором новый пакет санкций будет принят в «облегченном» варианте (или даже не будет принят вовсе), но угроза будет сохраняться, рассматривается не как облегчение, а как сулящий даже большие неприятности. «Я все школьные годы играл в шахматы профессионально и очень хорошо помню слова тренера: угроза страшнее ее исполнения: создай напряжение, напади на ферзя — соперники рассыпятся, — рассуждает **Кирилл Тремасов, директор аналитического департамента ЛОКО-Инвест.** — Поэтому страшны даже не сами санкции — а это, конечно, основной риск. Страшна подвешенная ситуация, которая скорее всего сохранится очень и очень долго. Даже если санкции не будут реализованы в “адском” сценарии, который заложен в американском законопроекте, сохранение угрозы санкций означает абсолютно разрушительный эффект для российской экономики».

Дмитрий Долгин, главный экономист по России и СНГ ING Wholesale Banking Russia, тоже отдает пальму первенства внешним рискам, особенно выделяя при этом возможный негатив из Китая, обусловленный динамикой переговоров по торговому соглашению с США. «Россия очень сильно зависит от настроений по Китаю — и по торговому, а теперь еще и по финансовому каналу. То есть все, что связано с торговыми войнами, — это серьезно», — объяснил свою точку зрения Дмитрий Долгин.

Что касается роста процентных ставок в США, то этот вопрос не столь однозначный, как казалось еще в середине осени, когда большинство аналитиков сходились во

РЫНОК ГОЛОСУЕТ

РЫНОК ГОЛОСУЕТ



мнении, что Федеральный резерв ориентирован на быстрое повышение в несколько заходов. «ФРС может замедлить темпы повышения своих ставок на горизонте двух лет и даже обернуть их вспять, если произойдет существенная рецессия», — отметил Сергей Назаров. В этом смысле фокус интереса смещается в сторону внутрироссийских факторов, влияющих на реальные процентные ставки внутри страны, а следовательно, и на динамику долгового рынка.

Инфляция в первой половине 2019 года, очевидно, ускорится. Во всяком случае, 5–5.5%, о которых говорилось в прогнозе ЦБ РФ, мы увидим наверняка. «Если возникнет риск выхода за границы этого диапазона, то мы увидим еще как минимум два повышения ключевой ставки в 2019 году», — предположил Кирилл Тремасов. Возникнет этот риск или нет? Очень многое зависит от санкций и, соответственно, от динамики курса рубля. «Выход курса за 70 рублей за доллар — тот сценарий, при котором ЦБ будет чувствовать себя очень некомфортно. А значит, будет, в том числе путем повышения ставки, препятствовать увеличению инфляционных рисков, инфляционного давления», — рассуждает Кирилл Тремасов.

Задача Банка России — пройти по тонкой грани, балансируя между валютным курсом, инфляцией и уровнем процентных ставок. В этом смысле возобновление покупок валюты для Минфина на открытом рынке понижает давление на национальную валюту, но одновременно увеличивает предложение рублей, «поддавливая» ставки. «Возврат с продажей рублей позволит остановить (я не говорю “снизить”) рост стоимости пассивов. Перед ЦБ стоит очень сложная задача — аккуратно остановить подорожание пассивов, не допустив эффекта переноса этого подорожания в реальный сектор. И в этом смысле реализация бюджетного правила в том виде, в котором оно было задумано, позитивна», — заметил **Валерий Вайсберг, директор аналитического департамента ИК «Регион».**

Сергей Назаров, в свою очередь, обращает внимание на такой фактор риска для рынка облигаций, как стратегия заимствований Минфина. «Хотим мы этого или нет, но происходит определенный эффект вытеснения частных эмитентов с российского долгового рынка вследствие существенных заимствований Министерства финансов», — пояснил он.

ПРОГНОЗ-2019: КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА

Дискуссия долговых аналитиков в рамках Российского облигационного конгресса выявила расхождения в прогнозах относительно динамики ключевой ставки ЦБ в 2019 году. Разброс оценок превысил 100 базисных пунктов. В начале года все аналитики подтверждают прогноз существенного роста инфляции — вплоть до 6%. «Очень важно, как мы пройдем первый квартал, потому что весь набор негативных факторов проявится именно в этот период. Все модели действительно показывают, что потом инфляция будет замедляться», — сформулировал **Дмитрий Шагардин, начальник аналитического управления Банка «Санкт-Петербург».**

К упомянутым выше негативным факторам аналитики относят повышение НДС, возобновление Центробанком покупок валюты для Минфина на открытом рынке, новый виток санкционного давления со стороны США в конце марта — начале апреля.

По оценке **Юлии Гапон, аналитика по долговому рынку БК «Регион»,** ключевая ставка в конце 2019 года будет составлять 8–8.5%. Дмитрий Шагардин за базовый сценарий принимает ставку на уровне 8–8.25%, **Елена Василева-Корзюк, начальник аналитического отдела АК БАРС Финанс,** говорит о 8.5%, **Михаил Крылов, директор аналитического департамента Golden Hills — КапиталЪ АМ** — о 8.25%.

Прогноз банка «Уралсиб» по инфляции на конец года составляет 5% при условии ее замедления во втором полугодии. «Ключевую ставку мы увидим на уровне примерно 7.5–7.75», — прогнозирует **Ольга Стерина, руководитель дирекции анализа долговых инструментов банка «Уралсиб».** Самый оптимистичный вариант прогноза ключевой ставки озвучил **Алексей Демкин, начальник департамента анализа рыночной конъюнктуры Газпромбанка:** «На конец года мы ожидаем инфляцию на уровне 4.7%. ЦБ удастся перейти к циклу смягчения в конце 2019-го — начале 2020 года, и к тому времени мы увидим ключевую ставку на уровне 7.25%».

РЫНОК ГОЛОСУЕТ

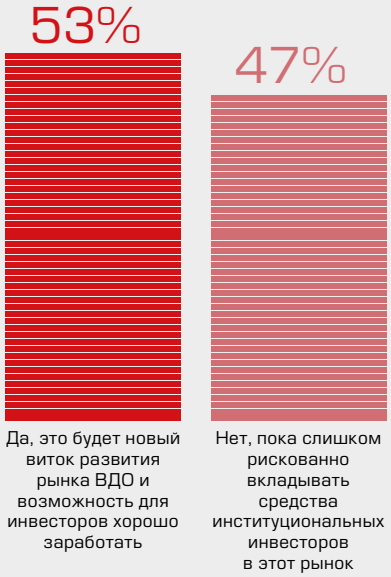
ПРОГНОЗ-2019: КОРПОРАТИВНЫЙ СЕКТОР

В 2019 году мало кто ждет существенного роста новых выпусков в корпоративном секторе. «Если при сохранении некой нестабильности на рынке будет сохраняться тенденция к тому, что размещается только первый эшелон, то роста мы не увидим, — спрогнозировал **Ростислав Кулак, руководитель департамента по работе с корпоративным сектором Совкомбанка.** — Для того чтобы рынок рос, на него должны приходить новые имена, а для этого нужна стабильность по экономике, по геополитике, по ставкам».

Скорее всего, новые выпуски будут лишь замещать те облигации, которые будут погашаться. Примерный объем, по оценке «Эксперт РА», — 700 млрд рублей, из них большая часть приходится на еврооблигации. «Луч света в темном царстве заключается в том, что объем зарегистрированных программ облигаций очень значителен и, соответственно, когда темпы развития экономики и потребности эмитентов и инвесторов встретятся в одной точке, можно будет достаточно быстро реализовать отложенный спрос», — обнадежил Сергей Назаров.

РЫНОК ГОЛОСУЕТ

ОЖИДАЕТЕ ЛИ ВЫ ПОЯВЛЕНИЯ ЛИМИТОВ НА ВЫСОКОДОХОДНЫЕ ОБЛИГАЦИИ У ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ В 2019 ГОДУ?



«Значительно проще, легче и комфортнее занимать тогда, когда ставки снижаются, нежели когда ставки растут. Поэтому формируется отложенный спрос (или отложенное предложение), когда люди ждут и откладывают размещения до лучших времен», — заметила Ольга Гороховская.

«Инвесторы активно вернутся на рынок тогда, когда почувствуют слом тренда. Пока мы до пика доходности не дошли. Как только его почувствуем (скорее всего это будет в конце первого полугодия), тогда инвесторы возвратятся и эмитенты почувствуют спрос», — предположил **Алексей Кузнецов, председатель совета директоров БК «Регион».**

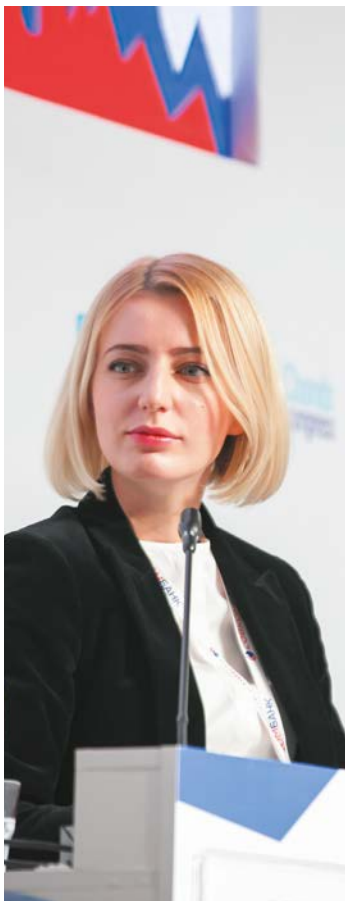
С точки зрения качества корпоративных заемщиков ситуация в целом позитивна и особых проблем не предвидится. «Мы переживаем времена пассивной макроэкономической стабилизации. Можно спорить, превысит ли инфляция целевой ориентир ЦБ, но в широком смысле инфляция остается на уровне исторических минимумов. Кроме того, наблюдается интересный эффект, когда всплески, связанные с волатильностью рубля, не приводят немедленно к усилению инфляции, — прокомментировал **Николай Лукашевич, старший директор, глава отдела корпораций Fitch Ratings.** — Такое развитие является комфортным для корпоративного сектора, потому что, с одной стороны, отрасли, которые ориентируются на внутренний спрос, ощущают себя в относительно стабильной ситуации. С другой стороны, для экспортеров любое ослабление рубля автоматически приводит к сокращению издержек и к увеличению прибыльности».

«Российские корпоративные заемщики выглядят исключительно сильно. Мы, наверное, давно не находились на уровне кредитных рейтингов такого высокого уровня для российского корпоративного сектора, как сейчас», — резюмировал Дмитрий Гладков.

Что касается такой точки роста рынка, как «зеленые» бонды, то одно из знаковых событий в этой связи — появление нового сектора облигаций устойчивого развития на Московской бирже. Среди обозначенных целей — содействие привлечению финансирования компаниями, реализующими проекты природоохранного и социального значения, а также дополнительное информирование инвесторов о целях и результатах использования привлеченного эмитентами долгового капитала. Впрочем, биржа несколько расширила критерии допуска ценных бумаг в новый сектор. «Помимо “зеленого” сектор устойчивого развития будет также включать и “социальные” облигации, — прокомментировал **Глеб Шевеленков, директор департамента долгового рынка Московской биржи.** — Мы прекрасно понимаем, что “живые” кейсы у нас будут в первую очередь “зеленые”. Тем не менее жесткой грани нет, поскольку многие проекты кроме позитивного экологического эффекта оказывают благоприятное влияние и на социальную обстановку». По словам Глеба Шевеленкова, эмитенты, заинтересованные во включении в новый сектор, уже есть: на биржу представлены эмиссионные документы и экспертные заключения.

ПРОГНОЗ-2019: СУБФЕДЕРАЛЬНЫЙ ДОЛГ

Субъекты федерации и муниципалитеты стали меньше занимать еще в 2018 году, и, по мнению **Дмитрия Баркова, директора департамента по работе с государственным сектором Совкомбанка,** такая ситуация продлится как минимум два ближайших года. «Во многом это связано с политикой Минфина по поддержанию регионов бюджетными кредитами», — **пояснила Виктория Якимова, исполнительный директор департамента глобальных рынков управления инвестиционно-банковских услуг, Sberbank CIB.** Действительно, в конце



2017 года Минфин провел реструктуризацию бюджетных кредитов с отсрочкой платежей на более отдаленные периоды. В связи с этим потребности в заимствовании у регионов стали меньше. «Заимствования снижаются еще и потому, что Минфин ввел ограничения для субъектов РФ на общий долг: он должен снижаться ежегодно на 2%, а коммерческий долг не должен расти. Если мы эти параметры не соблюдаем, тогда получаем штрафные санкции и реструктуризацию бюджетных кредитов на других условиях», — дополнил **Руслан Щербатюк, заместитель министра, Министерство финансов Красноярского края.**

Впрочем, по мнению Руслана Щербатюка, на ситуацию с выпуском новых субфедеральных займов может повлиять динамика ставок по банковским кредитам: «У нас есть соглашение с Министерством финансов, по которому субъекты федерации могут занимать у коммерческих банков не дороже, чем ключевая ставка ЦБ плюс 1%. С августа банки начали повышать ставки, соответственно, когда наступила необходимость рефинансировать долги, взять кредиты оказалось невозможно. Этим и объясняется тот факт, что многие регионы осенью активно пошли на рынок облигаций. По ним Минфин ограничений не прописывал».

«Если эта ситуация останется неизменной в следующем году, а ставка по кредитам “ключевая плюс 1%” станет не рыночной, банки перестанут давать деньги регионам и им придется переориентироваться на другой инструмент заимствования — облигационные займы», — предположил **Евгений Литвин, первый вице-президент Московского кредитного банка.**

Что касается новых эмитентов на рынке субфедеральных займов, то в 2019 году они вряд ли появятся. И это связано с объективными причинами. Во-первых, инвесторы, которые инвестируют в субфедеральный и муниципальный долг, выставляют довольно жесткие требования по уровню рейтингов. Большинство эмитентов, которые могли бы выпускать субфедеральные облигации, уже присутствуют на рынке в том или ином виде или присутствовали на нем некоторое время назад. «Если посмотреть на субфедеральный сектор, то на сегодняшний день опыт размещения облигаций имеют 60 субъектов из 85. Если взвесить по доходам, это примерно 81% доходной базы. То есть, по большому счету, основные субъекты, которые могли размещать облигации, уже имеют такой опыт», — поделился **Алексей Руденко, исполнительный директор управления рынков заемного капитала Газпромбанка.** В свою очередь, потенциальные эмитенты, которых на рынке нет, в силу своего финансового состояния вряд ли смогут претендовать на приемлемые для себя условия заимствования.

ПРОГНОЗ-2019: ГОД HIGH YIELD?

Существенный рост числа частных инвесторов, о котором говорит Московская биржа, предопределит толчок к развитию сегмента облигаций high yield, прогнозирует **Андрей Буш, руководитель управления инвестиционно-банковских услуг ИФК «Солид».** «High yield — это все-таки не для институциональных инвесторов, у которых есть определенные законодательные и внутренние ограничения на вложения в подобные бумаги. Это больше инструмент для физлиц, — пояснил Андрей Буш. — Мы видим зарождающийся спрос, и я думаю, что если 2019 год обойдется без серьезных потрясений в мировой и российской экономике, то скорей всего он окажется годом high yield».

«У нас тоже довольно позитивные ожидания по рынку high yield, но это скорее грустный позитив, — заметил **Павел Митрофанов, управляющий директор по корпоративным и суверенным рейтингам, Эксперт РА,** и пояснил — Мы покрываем рейтингами фактически весь первый эшелон эмитентов, понимаем их планы по долгу и видим, что в моменте все очень холодно смотрят на рынок облигаций. Говорят примерно следующее: что-то мы подзаместим, чтобы совсем не уходить с рынка, но условия, которые сейчас предлагают банки, не оставляют никаких шансов рынку облигаций; все то же самое, только не нужно раскрываться, думать про оферты и так далее. Поэтому организаторам займов, особенно средним, ничего не останется, как выводить на рынок новые имена, помельче, тех, кому банки скорее всего или не дадут денег, или всю душу вынут».

Дэвид Мэтлок, директор — начальник отдела долгового капитала Альфа-Банка, соглашается с тем, что сегмент high yield – поле, на котором будут действовать преимущественно небольшие банки и брокеры. Впрочем, Альфа-Банк также не отказывается от работы с эмитентами высокодоходных облигаций, но только с теми, кто готов получить рейтинг. «Мы будем с ними работать не потому, что выгодно. На самом деле нет: выпуски маленькие, доходы — небольшие, головной боли много. Мы будем работать из других соображений — когда увидим, что компания через несколько лет может дорасти до чего-то более интересного, будь то IPO или сделка поглощения. Это стратегический подход», — пояснил Дэвид Мэтлок. **Денис Тулинов, управляющий директор управления инвестиционных банковских продуктов и решений, Банк «ФК Открытие»,** также верит, что многие компании сектора high yield могут стать более сильными, более прозрачными и занять полноценное место на облигационном рынке. «Мы готовы с ними работать при подтверждении возможности принятия банком репутационного риска», — уточнил Денис Тулинов.

Впрочем, повышение активности в сегменте высокодоходных облигация наблюдалось уже в 2018 году. Желающих выйти на рынок по-прежнему много, но потенциальные эмитенты начали проявлять осторожность.

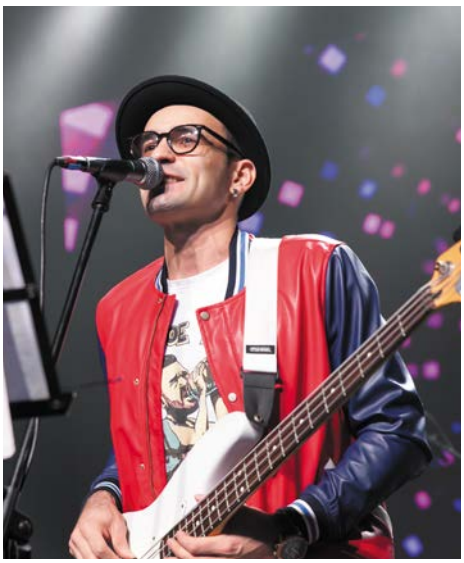
«Условия рынка такие, что мы не можем сейчас выйти с новыми размещениями так, чтобы это было выгодно и инвестору, и эмитенту, — объясняла участникам конгресса **Наталья Виноградова, вице-президент, заместитель начальника департамента рынков долгового капитала, БКС.** — Ставки развернулись; эмитент это понимает позже, инвестор — раньше. Обратная ситуация — когда ставки падают. Поэтому, как только мы дождемся окна, будет вал новых размещений — очень большое желание у компаний стать эмитентами».

Согласившись с тем, что сегмент high yield будет развиваться, Денис Тулинов призвал участников рынка к предельной аккуратности. «Экономика в России стагнирует, роста бизнеса ожидать не приходится, поэтому могут возникнуть дефолты — по вполне объективным причинам. Это тут же эмоционально отвернет основную массу инвесторов (а это прежде всего частные инвесторы) от данных выпусков, что может являться очень сильным тормозом в развитии рынка high yield».

В свою очередь, **Егор Прокофьев, партнер «БондиБокс»,** призвал не переусердствовать с осторожностью. «Надежность некоторых небольших компаний, которые мы рассматриваем в качестве потенциальных эмитентов, может быть гораздо выше надежности компаний, которые размещаются на миллиарды», — заверил он.

«В конечном итоге организаторы выпуска облигаций high yield должны предлагать своим клиентам и партнерам только то, что сами готовы купить. Некоторые институциональные инвесторы в лице управляющих компаний ПИФов и private family офисов проявляют интерес к точечным покупкам высокодоходных бумаг. Но чтобы такие структуры реально пришли на этот рынок, они должны начать доверять организаторам выпусков, задача которых — видеть перспективы сделки, провести правильный качественный анализ, понимать, что это не заведомый фрод. В таком случае позитивный сценарий вполне реален», — резюмировал Андрей Буш.

РОК В НЕФОРМАЛЬНОЙ ОБСТАНОВКЕ



По сложившейся традиции XVI Российский облигационный конгресс порадовал участников насыщенной неформальной программой.

В этот раз группа компаний Cbonds организовала pre-party для участников конгресса. Она прошла в Commode — культурном клубе и баре, который представляет собой многофункциональную площадку: четыре просторных зала с изысканным интерьером, высокими украшенными лепниной потолками, а с балкона — вид на Невский проспект.

Первый день конгресса завершился клубной вечеринкой в пространстве Nautilus на Васильевском острове. Специальными гостями вечера стали фолк-группа «Отава Ё» и рок-попсовый проект «Дунаевский Orchestra».

Традиционный гала-ужин в честь закрытия XVI Российского облигационного конгресса прошел в «Хрустальном павильоне», установленном в самом сердце Петербурга — у Кронверкских ворот Петропавловской крепости. В качестве специального гостя вечера выступила легендарная рок-группа «Чайф».

Утро после конгресса самые любознательные его участники встретили вместе с экскурсией «Непарадная Петроградская», организованной Домом культуры Льва Лурье.

ЧАЙФ
YAMAHA

В конце прошлого года Cbonds объявил победителей в номинациях Cbonds Awards — 2018. Вручение наград состоялось 7 декабря в Санкт-Петербурге на традиционном гала-ужине в честь закрытия XVI Российского облигационного конгресса. Награды вручались в 20 номинациях.

Первое место за **лучшую аналитику по рынку облигаций** досталось Росбанку. На втором месте банк «Уралсиб», третью награду участники рынка присудили аналитической команде BCS Global Markets.

За **лучшую аналитику по макроэкономике** победа досталась Райффайзенбанку. Второе место — «Открытие Брокер». Третье — Альфа–Банк.

Лучшими сейлзами на рынке облигаций снова стали сотрудники Газпромбанка. Так же, как и в прошлом году, команда «ВТБ Капитала» заняла вторую строчку, а третье место досталось команде Совкомбанка.

Лучшим инвестиционным банком по работе с I эшелоном заемщиков признан Газпромбанк, на второе место участники опроса поставили Sberbank CIB, на третье — «ВТБ Капитал».

В номинации **«Лучший инвестиционный банк по работе со II-III эшелоном заемщиков»** лидером стал BCS Global Markets. Серебро досталось Совкомбанку, бронза – БК «Регион».

Победителем в номинации **«Лучший российский инвестиционный банк на рынке еврооблигаций»** второй год подряд стал «ВТБ Капитал», за ним следуют Газпромбанк и Sberbank CIB.

Лучшим инвестбанком на рынке субъектов РФ и муниципальных образований стал Совкомбанк, Sberbank CIB поднялся на второе место, бронзу в этом году получил «ВТБ Капитал».

Самые выдающиеся результаты **в работе с фининститутами**, по мнению участников рынка, в 2018 году снова показала команда Sberbank CIB, на втором месте в этой номинации Россельхозбанк, на третьем — команда БК «Регион».

В работе с нефинансовым сектором лучше всех себя проявил Газпромбанк, у БК «Регион» второе место, у Sberbank CIB — третье.

В новой номинации 2018 года — **Лучший организатор сделок high-yield** — первое место у ИФК «Солид», второе — у BCS Global Markets, третье место досталось компании «Септем Капитал».

Лучший трейдинг на рынке облигаций традиционно показала ко–

манда Газпромбанка, серебро снова взял «ВТБ Капитал», третье место в этом году заняла компания Crédit Suisse.

Лучшим инвестором на рынке облигаций снова стала УК «Трансфингруп».

Золото в номинации **«Лучшая юридическая фирма на рынке облигаций»** получила компания LECAP, серебро — Clifford Chance, бронзовым призером стала компания Baker & McKenzie.

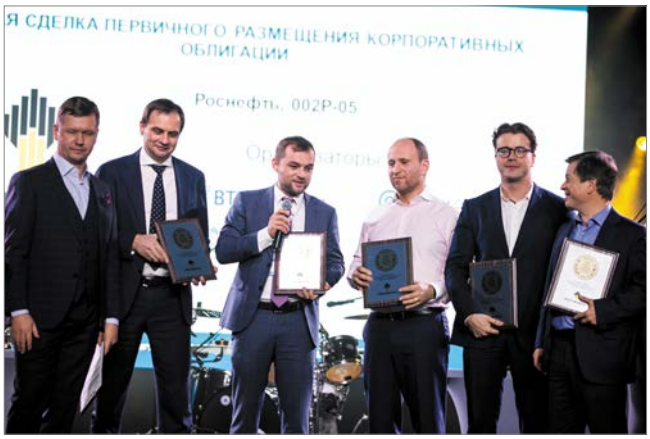
Эмитентом года рынок признал «Газпром».

Одной из самых интересных **сделок первичного размещения корпоративных облигаций** участники голосования посчитали выпуск Роснефти серии 002Р-05 на 20 млрд рублей. Организаторами размещения выступили Газпромбанк, «ВТБ Капитал», БК «Регион», Sberbank CIB.

Среди **первичных размещений субфедеральных/муниципальных облигаций** лучшим стал выпуск Красноярского края серии 35015, который организовали Совкомбанк, «ВТБ Капитал» и Sberbank CIB.

В номинации за **лучшее размещение еврооблигаций** рынок проголосовал за «РусГидро», 7.4% 15feb2021, RUB на 20 млрд рублей. Эту сделку организовали JP Morgan, Газпромбанк, «ВТБ Капитал» и Sberbank CIB.

Лучшей сделкой high-yield стал дебютный выпуск компании «Легенда» серии 001Р-01 на 2 млрд рублей. Организаторы размещения — Альфа-Банк, BCS Global Markets и ИФК «Солид».

Прорывом года участники голосования посчитали Московский кредитный банк.

Дебют года – успешно размещенный в объеме 8 млрд рублей выпуск Башкирской содовой компании серии 001Р-01. Организовали сделку Газпромбанк и Росбанк.