Юрий КИСЕЛЕВ,
глава рынков долгового капитала региона СНГ, Центральной и Восточной Европы, Ближнего Востока и Африки, Societe Generale

«Российский рынок — зеркальное отражение происходящего на рынках глобальных»

С какими итогами рынок еврооблигаций завершил 2021 год и с каким настроением вступил в 2022-й — в интервью с Юрием Киселевым, главой рынков долгового капитала региона СНГ, Центральной и Восточной Европы, Ближнего Востока и Африки, Societe Generale. Эксперт рассказал, насколько активны банки и эмитенты в сделках на внешних рынках, какие факторы оказывают сдерживающее влияние на размещение евробондов, не утонут ли «зеленые» облигации в гринвошинге и когда на смену классике придут бонды-токены.

В 2022 году волатильность останется одной из составляющих рыночной конъюнктуры — и не только из-за роста инфляционных ожиданий или ужесточения политики ЦБ

— Юрий, 2021 год сложно назвать простым во всех отношениях. А каким он стал для долгового рынка?

— 2021 год был, скажем так, неоднозначным. В том числе с точки зрения рынков капитала. И не только для российских эмитентов, но и для глобального облигационного сегмента в целом.

Ключевой темой прошедшего года стало повышение рыночной волатильности, связанное с резким ростом базовых процентных ставок на фоне повышенных инфляционных ожиданий. Плюс опасения из-за ускорения темпов сворачивания программы количественного смягчения со стороны ФРС.

В то же время распространение новых штаммов коронавируса заложило определенные предпосылки для абсолютно противоположного сценария — с рисками замедления темпов восстановления мировой экономики. Эти направления противоречили друг другу, что привело к неоднозначности сложившейся обстановки и к сложностям при принятии решений как для эмитентов, так и для инвесторов.

— И как реагировал рынок на такой контекст?

— Несмотря на все происходящее, в 2021 году российские эмитенты разместили еврооблигации в общей сложности на $19 млрд. Это лишь на 3% меньше, чем в допандемийном 2019 году, однако всего на 2% выше, чем в 2020 году. Добавлю, что в общей сложности за прошлый год на рынок вышли около 30 эмитентов.

Что касается корпоративных эмитентов, то в этом сегменте также наблюдалось увеличение средних размеров сделок и удлинение сроков размещения, что связано, в первую очередь, с рефинансированием краткосрочного долга. Если помните, в 2017 году отмечен пик активности: большое количество эмитентов выходили с размещениями как раз на 5–7 лет. 2022–2023 годы — это как раз тот период, когда мы будем наблюдать много погашений.

— А какие облигационные выпуски вы можете назвать знаковыми в 2021 году?

— В прошлом году было довольно много интересных сделок. В частности, группа

НЛМК успешно разместила дебютный выпуск еврооблигаций, номинированных в евро, объемом €500 млн и сроком на пять лет, она стала первым российским частным корпоративным эмитентом, разместившим еврооблигации в евро. Мы выступали одними из соорганизаторов данного размещения. Стоит отметить, что Ассоциация корпоративных казначеев присудила победу этой сделке в номинации «Сделка года по привлечению финансирования на долговом рынке».

Ряд эмитентов («Московский аэропорт Домодедово», «Металлоинвест», «Полюс», «Совкомфлот») успешно завершили сделки по рефинансированию путем выпуска краткосрочного долга и единовременного выпуска долгосрочных облигаций. Тем самым они предоставили инвесторам возможность перевложить свои позиции в новые, более ликвидные бумаги. В то же время они обеспечили удлинение дюрации для своего портфеля и сократили среднюю стоимость своего долга до очередного этапа повышения процентных ставок.

В условиях исторически низких процентных ставок и ожиданий их скорого повышения некоторые банки, включая Совкомбанк, Тинькофф Банк, МКБ, Альфа-Банк, успешно упрочили свои капитальные показатели, выпустив AT1 — бессрочные субординированные облигации, идущие в зачет капитала. Этот инструмент вызвал достаточно большой интерес и спрос со стороны инвесторов. Помимо субординированных сделок были размещения «старшего» долга, и сделка в евро по размещению старших еврооблигаций МКБ стала лучшей сделкой первичного размещения еврооблигаций по версии Cbonds.

Естественно, стоит выделить и стабильных эмитентов. Это хорошо известные и знакомые инвесторам имена: «Норильский никель», «ФосАгро», ЛУКОЙЛ, Газпром, ГТЛК, которые своевременно пополнили свои источники фондирования перед ожидаемым повышением ставок.

— Какие тренды будут определять дальнейший ход событий? Давайте попробуем дать прогноз по оптимистичному и пессимистичному сценариям.

— По всей видимости, в 2022 году волатильность останется одной из составляющих рыночной конъюнктуры не только из-за роста инфляционных ожиданий или ужесточения монетарной политики со стороны ЦБ, но и из-за прочих рисков, которые пока отошли на второй план. Среди них — ужесточение налогово-бюджетной политики США и Европы, замедление темпов роста китайской экономики, эскалация геополитических событий, новые штаммы коронавируса и так далее.

Мы полагаем, что в дальнейшем рынок, несмотря на вызовы, будет настроен конструктивно по отношению к облигациям из развивающихся стран, в том числе из России.

Во-первых, из-за реальных процентных ставок они уже скорректированы на уровень инфляции и показывают отрицательные значения, что способствует привлекательности кредитов развивающихся стран по сравнению с прочими классами активов.

Во-вторых, общее улучшение экономической конъюнктуры стран Запада должно поддерживать темпы восстановления экономик и развивающихся стран в том числе. И в отличие от 2013 года, когда решение ФРС завершить программу количественного смягчения привело к массовому оттоку из фондов развивающихся стран, фундаментальные показатели как суверенов, так и корпоративных, финансовых заемщиков сегодня значительно более устойчивы.

В качестве технического фактора, как я говорил ранее, проявит себя рекордный уровень погашения кредитов в 2022 году.

В связи с этим я думаю, что мы действительно столкнемся с некоторым оттоком оппортунистически настроенных инвесторов, однако крупнейшие инвестиционные фонды, вероятнее всего, продолжат активно наблюдать за новыми размещениями на первичном рынке и увеличат свои позиции, работая на вторичном рынке, разумеется, при условии стабилизации геополитической ситуации.

— Каким оказалось начало нового года, если говорить о глобальных рынках капитала?

— Начало 2022 года продолжает демонстрировать волатильность. При этом некоторые эмитенты приняли стратегическое решение вернуться на рынок до начала повышения ставок. Соответственно, в первые недели января мы наблюдали высокую активность на глобальных рынках первичного размещения, а также рост премий за новый выпуск. Эмитенты были готовы доплатить за доступ к рынку и пытались лавировать на фоне конкурентных предложений. В последнее время их активность несколько упала в связи с общей рыночной волатильностью, но постепенно начинается восстановление.

В целом наблюдается некоторое предпочтение в пользу краткосрочных бумаг. Что примечательно, проявляется это в большей степени на рынках в евро. По всей видимости, динамика сохранится в ближайшее время.

На фоне последних геополитических событий и обострения санкционной риторики мы пока не наблюдаем активности на российском рынке. Эмитенты пристально наблюдают за текущими новостными релизами и ожидают позитивных триггеров для возвращения на рынок.

— Среди возможных факторов влияния на рынок какое место занимает политическая повестка?

— Крайне актуальный вопрос на данный момент. Геополитическая ситуация действительно является одним из факторов, влияющих на рыночные условия. Однако стоит подчеркнуть еще раз, что «одним из». Существует множество других факторов, о которых мы говорили ранее и которые влияют на формирование цены и ожидания со стороны инвесторов. Поэтому дать количественное определение только политическим рискам представляется практически невозможным, это остается сугубо теоретическим размышлением.

С начала года мы видим значительное увеличение доходности существующих облигаций, выпущенных в России. Но данное расширение было вызвано не только политической повесткой, но и ослаблением рыночной конъюнктуры в целом. Не стоит умалять, если так можно выразиться, вес других факторов, которые определяют общую картину и ценовые ориентиры для того или другого эмитента либо региона.

Наверное, стоит отметить один из ключевых моментов: все, что сейчас происходит и что мы наблюдаем на российском рынке, — это, в принципе, зеркальное отражение того, что происходит и на рынках глобальных. Мы видим глобальную нестабильность.

Существует большое количество геополитических вопросов за пределами отношений России и США. Существуют геополитические вопросы между Великобританией и Евросоюзом, Китаем и США, Европой и Китаем. То есть это

достаточно большая, глобальная повестка, которая в том числе определяет общеэкономический рост. В каждой отдельно взятой стране существуют какие-то собственные проблемы, которые также определяют тренд не только этой страны, но и пограничных государств.

— Насколько сложно иностранному банку сегодня работать на российском рынке?

— Сложность или простота работы финансового учреждения на российском или каком-либо другом рынке определяется не масштабом деятельности банка — международным или локальным, а лишь имеющимися юридическими требованиями или ограничениями, правовым полем, которое существует в моменте.

Важно отметить, что за последние годы количество активных международных игроков на российском рынке не изменилось, что является практическим индикатором сложности работы.

Мы, в свою очередь, очень рады, что в этом году мы будем отмечать 150-летие нашего присутствия на российском рынке. И мы надеемся, что это только начало.

— Не могу не спросить о повестке ESG. Как вы считаете, это временное явление или серьезный тренд с хорошим заделом на будущее? Насколько справедливой может оказаться поговорка «Что немцу хорошо, то русскому смерть» в наших реалиях? И насколько сегодня спрос на «зеленые» и социальные финансовые инструменты на российском рынке отличается от глобальной картины?

— Действительно, рынок GSSS-облигаций («зеленых», социальных облигаций, а также облигаций устойчивого развития и облигаций, привязанных к целям устойчивого развития) является наиболее быстро растущим сегментом во всем мире. В 2021 году около 15% эмиссий всего глобального рынка составляли GSSS-облигации. Мы полагаем, что данный тренд не только продолжится, но и будет иметь все предпосылки для ускорения.

В первую очередь это связано с общим трендом на декарбонизацию в соответствии с Парижским соглашением по климату. При этом не может не радовать, что конкретные меры и обязательства инициируются не только правительствами, но и непосредственно бизнес- и инвест-сообществом.

На конец 2021 года активы фондов, соответствующие принципам ответственного инвестирования ООН, составили более чем 120 трлн в долларовом эквиваленте, показав рост на 17% по сравнению с 2020 годом. Это непосредственно дополнительный источник ликвидности, доступный эмитентам GSSS-инструментов, что в целом положительно сказывается на динамике построения книги и, соответственно, на ценовых параметрах новых выпусков.

Выпуски GSSS-еврооблигаций российскими эмитентами должны однозначно вызвать интерес со стороны международных инвесторов ввиду так называемой дефицитности товара. Пока среди российских эмитентов подобные продукты предлагают только РЖД и Совкомбанк.

Отдельно хотелось бы отметить, что вне зависимости от формата выпуска, будь то традиционные выпуски либо GSSS-облигации, эмитенты должны быть готовы рассказать о предпринимаемых шагах и общей стратегии компании в области ESG, что в целом охватывает крайне широкий круг вопросов, и не только в области окружающей среды (E), но и в социальной сфере (S) и политике управления компании (G).

Наверное, сегодня ни одно роудшоу не проходит без вопросов со стороны инвесторов о деятельности компании в данном направлении. По итогу эмитенты со слабой историей в сфере ESG нередко «наказываются» дополнительной премией к цене.

— Но вам не кажется, что проблема green- и socialwashing — это один из самых серьезных вызовов для повестки ESG, особенно в российских реалиях?

— Такой вопрос действительно стоит остро, но я не считаю, что для российских эмитентов это какие-то более актуальные реалии, чем для эмитентов других стран. Возникает он из-за того, что пока нет единого, сформированного финального фреймворка или рамок работы, которые могут учитывать все эмитенты.

Существует достаточно много индустрий, которые до сих пор в полной мере не снабжены документами, определяющими нормативы и стандарты. И также не стоит забывать о том, что любой инструмент или любой вопрос, содержащий в себе субъективность, — а именно эта субъективность возникает при отсутствии нормативных актов, — всегда приводит к тому, что есть разные трактовки.

— Каким вы видите будущее токенов — цифровой альтернативы современным облигациям? Наступит ли время, когда мы скажем классическим выпускам «прощай»?

— Вполне вероятно, что будущее действительно за токенами. В целом использование технологии блокчейн для выпуска облигаций находится в зоне интересов как эмитентов, так и инвесторов, так как и те и другие нацелены на повышение эффективности процесса выпуска облигаций. В частности, эмитентам технология позволяет сократить время совершения сделки, автоматизирует большинство сопутствующих процессов и снижает риски контрагента, что ведет к большей прозрачности и упрощенному закрытию сделки. Также открываются новые возможности и стандарты для трейдинга облигаций на вторичном рынке, сокращается количество промежуточных звеньев, и, соответственно, достигается экономия на издержках.

С точки зрения инвесторов, положительным моментом является то, что закрытие сделки осуществляется либо сразу, либо на следующий день после прайсинга, а не через три-пять дней, как в случае с классическими выпусками. Достигается более высокая ликвидность на вторичном рынке и ценовая прозрачность. Технология блокчейн также открывает горизонты для новых продуктов и возможностей трейдинга.

Другое дело, что пока технологии, лучшие практики и регулятивные нормы все еще находятся на этапе разработки и обкатки. Поэтому вопрос, насколько быстро данная технология найдет распространение, остается открытым.

Мы, со своей стороны, активно работаем в данном направлении. В частности, наш стартап Forge, целью которого как раз является разработка продуктов на основе блокчейн-технологий для развития рынков капитала, в прошлом году выступил в числе советников по структурированию в дебютной сделке Европейского инвестиционного банка по выпуску цифровых облигаций объемом 100 млн евро и сроком на два года. Облигации были зарегистрированы в блокчейне Ethereum. Societe Generale и сам также выступал в качестве эмитента облигаций с покрытием в блокчейне Ethereum в апреле 2019 года. Мы работаем над тем, чтобы это будущее наступило как можно скорее.