Рустем КАФИАТУЛЛИН,
директор департамента долгового капитала, Инвестиционный Банк Синара

Алексей БАЛАШОВ,
заместитель генерального директора, БК РЕГИОН

Денис ЛЕОНОВ,
руководитель департамента рынков долгового капитала, БКС КИБ

«Взросление» эмитентов, или Как продолжать делать успешные выпуски в любой ситуации

В рамках круглого стола Cbonds Review организаторы выпусков облигаций подвели предварительные итоги 2023 года, отметили самые, на их взгляд, интересные сделки, обсудили, какие тенденции преобладали на рынке в этом году и чего нам ждать от года грядущего.

КАК МОЖНО ОХАРАКТЕРИЗОВАТЬ 2023 ГОД ДЛЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ? СБЫЛИСЬ ЛИ ПРОГНОЗЫ?

Рустем Кафиатуллин

— В текущем году рынок побил все возможные рекорды и уже за 9 месяцев достиг наибольшего объема в истории — 23.4 трлн рублей, объем новых первичных размещений составил более 3.5 трлн рублей. Прогнозы, к сожалению, не сбылись, мы не ожидали окончания 2023 года с 15%-ной ключевой ставкой, все говорили о снижении, стабилизации ДКП. Период повышения ставок оказал свое влияние на темпы роста облигационного рынка во втором полугодии, многие эмитенты принимают решение отложить размещения, снижают объемы займов.

Роберт Смакаев

— Главным трендом 2023 года, как мы и ожидали, стал рост ставок. Разгоняющаяся инфляция потребовала от ЦБ решительных действий, в результате которых доходности наиболее ликвидных облигаций за год выросли на 5 п. п. — с 9% до 14%. 2022 год был проверкой на прочность для всей российской экономики за счет реализации геополитических и инфраструктурных рисков. В 2023 году рынок адаптировался к этим рискам, однако им на смену пришел процентный риск, реализовавшийся во второй половине 2023 года.

Круглый стол DCM

Роберт СМАКАЕВ,
руководитель Департамента рынков капитала, Совкомбанк

Юрий НОВИКОВ,
начальник Управления инвестиционно-банковского обслуживания, Россельхозбанк

Дмитрий АЛЕКСАНДРОВ,
руководитель управления аналитических исследований, «ИВА Партнерс»

Из-за роста рублевых ставок на рынке существенно выросла стоимость фондирования, что заставило многие компании первого эшелона отложить заимствования на долговом рынке. Освободившуюся нишу заняли менее качественные заемщики.

Несмотря на рост стоимости заимствований объем новых рыночных размещений корпоративных облигаций за 9 месяцев вырос более чем вдвое. Особенно интенсивно облигации размещались в первом полугодии: объем заимствований достиг 2.5 трлн, что сопоставимо со всем объемом размещений за 2022-й или 2021-й.

Интересным трендом стал опережающий рост доходностей ОФЗ. На рынке наблюдалась сильная компрессия спредов: так, спред наиболее ликвидных корпоративных облигаций снизился с 170 б. п. в январе до 0 в августе. Нулевые спреды были «техническими» — сокращение спреда было вызвано резким ростом доходностей ОФЗ на фоне замершего рынка корпоративных бумаг.

Денис Леонов

— 2023 год выдался активным, интересным, неоднозначным и при этом абсолютно непрогнозируемым. В начале года ни один игрок не ожидал таких кардинальных изменений в части денежно-кредитной политики, которые имели место в 2023 году. Несмотря на это мы стали свидетелями активности и спроса со стороны как институциональных, так и розничных инвесторов.

В то же время размещения в других валютах, отличных от рубля, не получили такого развития, как многие ожидали еще осенью прошлого 2022 года.

Дмитрий Александров

— Год весьма благоприятный, несмотря на повышение ставки на высоты, которые мало кто ожидал. Рынок, по крайней мере пока что, показал свою высокую крепость и эффективность в обеспечении реального сектора деньгами. Интересно, что некоторые компании сегмента МСП, размещавшие выпуски на 3–5 лет в середине-конце лета, получили финансирование по ставке, которая ниже ключевой на конец года.

Алексей Балашов

— Если прошлый год все называли «идеальным штормом», то этот год можно охарактеризовать как «девятый вал». Среди профессиональных участников долгового рынка, аналитиков, управляющих портфелем сложно найти много специалистов, кто смог бы предвидеть текущий уровень ключевой ставки: еще в июне мы жили ожиданиями, что в 2024 году ключевая ставка составит около 8.5–9.5 %, в сентябре ЦБ оценивал ее на следующий год в диапазоне 11.5–12.5 %, в конце октября Центробанк снова повысил прогноз по средней ключевой уже до уровня 12.5–14.5 % и последовательно продолжает раунд ужесточения денежно-кредитной политики. В итоге с июля 2023 года ставка суммарно была поднята на 650 б. п. В октябре картина внезапно была усилена резким обострением ситуации на Ближнем Востоке, максимальным

Несмотря на рост стоимости заимствований объем новых рыночных размещений корпоративных облигаций за 9 месяцев вырос более чем вдвое

уровнем ставок на развитых рынках, ростом долговой нагрузки и инфляции, что как минимум в обозримой перспективе станет основным фактором влияния на мировую экономику.

Существенный рост процентных ставок на рублевом долговом рынке скорректировал планы многих эмитентов, однако не отразился на объемных показателях первичного рынка корпоративных облигаций, оправдав самые оптимистические ожидания рынка. По итогам первых девяти месяцев 2023 года было размещено 946 выпусков рублевых корпоративных облигаций на общую сумму около 3226.1 млрд рублей (без учета краткосрочных, коммерческих и замещающих облигаций), включая пять выпусков облигаций в юанях общим объемом 20.87 млрд юаней (или 233.782 млрд рублей), что в 2.3 раза выше уровня аналогичного периода предыдущего года. Кроме того, с начала года прошло 29 сделок по размещению выпусков (включая дополнительные) замещающих облигаций в долларах США, евро, фунтах стерлингов и швейцарских франках на общую сумму, эквивалентную 680.8 млрд рублей, — это отличный результат.

В этих непредсказуемых условиях наш долговой корпоративный рынок резко повзрослел. Эмитенты «решились» выпускать высоколиквидные облигации с крупным номинальным объемом, что раньше мы наблюдали только на рынке еврооблигаций. По итогам 9 месяцев было размещено 17 крупных сделок номинальным объемом 40–60 млрд рублей («Газпром Капитал», НК «Роснефть», ГМК «Норникель», ВЭБ.РФ, ДОМ.РФ, Сбербанк), на которые пришлось около 43 % всего первичного рынка. И все это произошло на фоне санкций и практически полного отсутствия иностранных инвесторов.

Наиболее активными были эмитенты из Группы «Газпром» и другие экспортеры, которые вернулись на российский рынок в условиях закрытия рынка евробондов

КОМПАНИИ КАКИХ СЕКТОРОВ НАИБОЛЕЕ АКТИВНО ВЫПУСКАЛИ ОБЛИГАЦИИ В ТЕКУЩЕМ ГОДУ? КАКИЕ ОТРАСЛИ ОКАЗАЛИСЬ В АУТСАЙДЕРАХ?

Роберт Смакаев

— В 2023 году особенно активными были компании финансового сектора, лизинговые компании, а также нефтегазовый сектор и энергетика. Менее активно размещались компании строительного сектора и розничной торговли, а также химические компании и производители удобрений.

Денис Леонов

— Мы не отметили в своей статистике каких-то резких отклонений от среднегодового количества размещений в каждом секторе. Рынок в целом был активный, без какого-то доминирования или отставания отдельных отраслей.

Юрий Новиков

— Условия на российском первичном рынке в 2023 году облигаций были привлекательными, поэтому мы увидели эмитентов практически из всех сегментов, а также ряд дебютов из новых отраслей. Наиболее активными были эмитенты из Группы «Газпром» и другие экспортеры, которые вернулись на российский рынок в условиях закрытия рынка евробондов. За 10 месяцев 2023 года объем первичных размещений экспортеров превысил 1 трлн рублей. Прорывным этот год также можно назвать для эмитентов лизинговой отрасли, которым требовалось финансирование существенного роста лизинговых портфелей, достигнутого за счет более выгодного позиционирования по сравнению с банковским финансированием. За 10 месяцев 2023 года в лизинговой отрасли состоялось более 35 рыночных сделок размещения облигаций общим объемом более 100 млрд рублей, тогда как за весь 2022 год состоялось около 20 сделок с объемом 55 млрд рублей. Среди аутсайдеров в этом году можно выделить банки, которые нарастили объемы краткосрочных депозитов в структуре пассивов.

Алексей Балашов

— По моему мнению, у нас все стабильно — максимальную долю на рынке рублевых облигаций в 63.6 % заняли облигации реального сектора с общим объемом более 1288 млрд рублей. Около 12.9 % и 23.4 % от общего объема размещения рублевых облигаций пришлось на банковский (302.6 млрд рублей) и финансовый сектора (547.6 млрд рублей). Можно отметить резкий рост доли «Газпром Капитала» — до 10.0 % против 3.7 % на начало года как крупнейшего эмитента

корпоративных облигаций в обращении на Московской бирже.

Рустем Кафиатуллин

— Традиционно наибольшую долю в объеме размещений в этом году занимал производственный сектор, а также финансы и транспорт, при этом необходимо понимать, что ключевые объемы в этих секторах генерируют всего несколько крупнейших компаний. Если делать акцент на количестве эмитентов и облигационных выпусков, то хотелось бы выделить девелоперов и лизинговую отрасль, в которой мы увидели как уже знакомых эмитентов, так и дебютантов.

Дмитрий Александров

— Сложно выделить одну отрасль, активность была хорошая во всех отраслях и эшелонах, особенно в нижних, но определенное выжидательное настроение сформировало резкое изменение ДКП ЦБ России во второй половине года. Хотя на активности в нижнем эшелоне это, опять же, к счастью, драматически не сказалось.

ИЗМЕНИЛАСЬ ЛИ СТРУКТУРА ИНВЕСТОРОВ НА РЫНКЕ? МОДЕЛЬ ИХ ПОВЕДЕНИЯ?

Алексей Балашов

— В 2023 году наблюдается рост активности инвесторов — физических лиц. По данным Московской биржи, на 1 октября 2023 года количество физлиц с открытыми брокерскими счетами превысило 27.484 млн, увеличившись на 4.58 млн, или 20.0 % к началу года. По данным Московской биржи, за 9 месяцев 2023 года физические лица вложили в облигации более 792.1 млрд рублей, что на 164.6 % больше показателя за весь 2022 год, который составил более 299 млрд рублей. На вторичных торгах облигациями доля физлиц в среднем увеличилась за 9 месяцев 2023 года до 29.0 % против 26.3 % в 2022 году и 10.1 % в 2021 году. Росту активности физлиц на фондовом рынке способствует и опережающий рост ставок по облигациям по сравнению с депозитами. Согласно результатам мониторинга, проведенного Банком России в июле 2023 года, максимальные процентные ставки по вкладам в российских рублях 10 кредитных организаций, привлекающих наибольший объем депозитов физических лиц, составили в первой декаде октября 10.18 % годовых (против 12.2–12.5 % годовых по коротким выпускам ОФЗ).

Такой резкий рост активности не мог не отразиться на справедливом ценообразовании. Разница в ставках между депозитами в банках и корпоративными облигациями более чем на 300 б. п. привлекает все новых и новых инвесторов как на первичном, так и на вторичном рынках облигаций. В итоге разница в спредах между эмитентами с рейтингом «А» и «ВВВ-» практически отсутствует. И данные выпуски облигаций в момент резкого повышения доходностей ОФЗ менялись в цене незначительно и продолжили торговаться по цене выше номинала.

Роберт Смакаев

— Особых изменений в структуре инвесторов мы не наблюдаем. Да, ушли иностранные инвесторы, но много ли они приносили спроса на рынок рублевого корпоративного долга?

Сейчас есть три основные категории инвесторов: банки, коллективные инвесторы (УК / НПФ / страховые компании) и физические лица.

Банки являются основными инвесторами в корпоративный долг. Для банков важен высокий показатель ROE (рентабельность собственного капитала), соответственно, банки рассматривают вложения в облигации исходя из стоимости банковского фондирования и доходности, которую может давать тот или иной инструмент. И при принятии решений учитывают и размер резервов, и наличие дополнительного бизнеса между клиентом и банком, и наличие у эмитента статуса инвесткласса.

Для коллективных инвесторов важно исполнять утвержденные декларации, поэтому они в первую очередь обращают внимание на наличие незаполненных лимитов на эмитентов и на инструменты.

Что касается частных инвесторов, то мы видим довольно много ритейла в сделках по размещению выпусков. Рост доходностей вызвал новый приток на рынок розничных инвесторов. Розничные инвесторы часто действуют эмоционально, имеют меньше необходимых для оценки рисков навыков и инструментов, а также сильнее восприимчивы к агрессивному маркетингу. При этом розничные инвесторы приобретают ключевую роль в развитии рынка, и для активного развития рынка их нельзя разочаровывать. При работе с ними важно честное представление информации об эмитенте, хорошая и прозрачная

Росту активности физлиц на фондовом рынке способствует и опережающий рост ставок по облигациям по сравнению с депозитами

аналитика, сформулированная понятным и доступным языком.

Юрий Новиков

— Рост российского рынка облигаций в том числе стал возможен благодаря существенному притоку на рынок ликвидности со стороны розничных инвесторов. За 9 месяцев 2023 года объем нетто-покупок корпоративных облигаций розничными инвесторами превысил 750 млрд рублей. Мы косвенно наблюдаем это и по статистике РСХБ-Брокер: количество розничных клиентов в сентябре 2023 года увеличилось на 37 % год к году, а объем вложений в ценные бумаги розничных инвесторов вырос на 25 % с начала года.

Модель поведения инвесторов также изменилась: если раньше в условиях роста ставок инвесторы предпочитали «пересидеть» момент пиковых ставок, то в текущих условиях инвесторы стали проявлять интерес к облигациям с плавающей ставкой. Это позволило многим сохранить стабильность доходов и подстегнуло аппетит к новым первичным размещениям.

Рустем Кафиатуллин

— Структура инвесторов очень сильно изменилась, появился ритейл, ставший настоящим пампом для облигационного рынка. Впервые мы серьезно обратили внимание на силу розничных инвесторов еще в феврале, при размещении ВДО эмитентов, в дальнейшем их количество только увеличивалось. Чего только стоит фееричный дебют «Медси» и оба выпуска «Делимобиля», в которых ритейл выкупил практически весь объем. На поведение розничных инвесторов, по нашему мнению, влияют два ключевых фактора: во-первых, это уровень предлагаемой ставки, во-вторых — сила и узнаваемость бренда.

Дмитрий Александров

— По-прежнему сохраняется высокая степень различий в структуре инвесторов в зависимости от сегмента, однако роль физлиц и в первичке, и в оборотах в верхних эшелонах продолжает постепенно расти. В модели поведения явных изменений нет, но интересно, что часто можно видеть месяцами сохраняющиеся неэффективности в кривых разных эмитентов как в верхних эшелонах, так и в нижних.

Денис Леонов

— Мы отмечаем изменение структуры инвесторов и их поведения. Институциональные инвесторы сконцентрировались в первом эшелоне, а также на облигациях с переменным купоном.

Розница стала гораздо более активной, при этом интерес частных инвесторов раскинулся широко, преодолев рамки ВДО. В 2023 году мы увидели массового розничного инвестора во всех эшелонах без привязки к конкретному кредитному качеству или сверхвысокой доходности.

КАК ОРГАНИЗАТОРЫ РАЗМЕЩЕНИЙ РЕАГИРОВАЛИ НА ИЗМЕНЕНИЯ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК И РЫНОЧНЫХ УСЛОВИЙ? ИЗМЕНИЛСЯ ЛИ ДИАЛОГ С ИНВЕСТОРАМИ?

Рустем Кафиатуллин

— По нашему мнению, диалог изменился скорее с эмитентами, многим компаниям до сих пор тяжело принять новую реальность. Банки-организаторы уже с середины года говорили эмитентам, что нужно выходить на рынок, делать займы, после июльского повышения ставки стало очевидно, что это только начало цикла ужесточения ДКП. Мы постоянно повторяем, что одно из ключевых преимуществ облигаций — это возможность зафиксировать ставку на долгий срок. В течение всего первого полугодия инвесторы были готовы покупать бумаги на 3 года и даже на 5 лет. Большинство эмитентов это осознавали и стремились делать выгодные займы, однако были и те, кто в середине года отдали предпочтение кредитам под КС+, которые в моменте были намного дешевле облигаций.

Юрий Новиков

— В 2023 году рыночные участники рационально реагировали на изменение рыночной конъюнктуры. В условиях роста ставок эмитенты и инвесторы оперативно сместили свой интерес в сторону инструментов с плавающей ставкой, что позволило первичному рынку не просто не «закрыться», как это было в периоды предыдущих резких повышений ставки, а прирасти в объеме, существенно превысив прогнозы конца 2022 года. Объем размещений российских корпоративных облигаций за 10 месяцев 2023 года превысил 4 трлн рублей, из которых на флоатеры пришлось около 1 трлн рублей. Это в 3 раза больше общего объема за 10 месяцев 2022 года. Россельхозбанк стал одним из пионеров рынка флоатеров как в качестве организатора, приняв участие во всех крупнейших сделках с начала года, так и в качестве эмитента, став первым коммерческим банком, разместившим рыночный флоатер в размере 25 млрд рублей.

Роберт Смакаев

— Банки-организаторы довольно быстро адаптируются к меняющимся условиям на рынке и, соответственно, предлагают эмитентам и инвесторам новые инструменты. Так, в эпоху высоких фиксированных ставок наиболее интересными становятся инструменты с переменными ставками. При высоких ставках мало желающих фиксировать высокую ставку на длительный срок. Тем более первоклассные заемщики за последний год с запасом разместили облигации и сейчас не испытывают потребностей в дополнительном финансировании. Также этот инструмент больше подходит банкам, ставшим основным инвестором на рынке. Они традиционно не имеют длинного фондирования и предпочитают инструменты, профиль выплат по которым привязан к индикативам банковского краткосрочного финансирования.

Что касается диалога с инвесторами, то, на мой взгляд, отсутствие единой системы доступа инвесторов к актуальной информации о деятельности эмитентов, которые ограниченно раскрываются, это самый главный вопрос, которым задаются инвесторы.

В текущем году развивались различные инструменты и способы вовлечения розницы в размещения:

• широкое использование всех SMM-каналов для маркетинга (ТГ-каналы в основном);

• промоакции при покупке облигаций, реклама в приложениях;

• распространение «длинных» размещений на первичке;

• распространение ежемесячных купонов, активное использование амортизации в выпусках (для снижения дюрации и повышения доходности бумаг).

Денис Леонов

— Совместно с эмитентами мы анализировали риторику регулятора для поиска оптимального времени и условий для первичных размещений. Появился целый пласт сделок, изначально рассчитанных на широкий маркетинг среди массового розничного инвестора: чаще проводились вебинары, стримы, пользовались интересом подкасты и прочие инструменты активных продаж ценных бумаг.

Алексей Балашов

— «Сущность» не изменилась, изменилась только «форма»: из-за высоких ставок на первый план вышли облигации с плавающим купоном, стало больше краткосрочных облигаций со сроками 1–2 года, облигации с фиксированным купоном дольше 3 лет выпускались достаточно редко в силу дороговизны для эмитента и риска отрицательной переоценки у инвестора.

Дмитрий Александров

— Реакция рабочая, общение деловое. Специфика ситуации в том, что конкуренцию с депозитами вполне можно выдерживать, а общее настроение и консенсус постоянно сводятся к тому, что очередное повышение — сравнительно краткосрочное и любую премию надо выкупать, ждать сильного сдвига кривых вверх не стоит. Так повторялось минимум дважды во второй половине года.

РАССКАЖИТЕ ПРО НАИБОЛЕЕ ЯРКИЙ, ПО ВАШЕМУ МНЕНИЮ, ОБЛИГАЦИОННЫЙ «ДЕБЮТ ГОДА»

Юрий Новиков

— В 2023 году произошел ряд ярких дебютов. Среди компаний первого эшелона на российский рынок вернулись эмитенты, ранее активные в сегменте еврооблигаций: например, «Новатэк», «ФосАгро». Также появились эмитенты из отраслей, ранее не представленных на рынке: например, дебютировала одна из лидирующих сетей клиник и медицинских центров — «Медси». Отдельно стоит отметить дебют золотодобывающей компании «Селигдар» с выпуском принципиально нового инструмента — золотых облигаций. В агропромышленном комплексе дебютировали компании малого и среднего предпринимательства («Истринская сыроварня», «Агротек»), для которых рынок облигаций стал новым источником привлечения финансирования.

Роберт Смакаев

— В целом, на рынке было много интересных новых имен или хорошо забытых старых. Вспоминаются сделки «Совкомфлота» в юанях, компании «Борец». На рублевый рынок вернулся «Новатэк».

Отдельно отметим сделки «Медси»:

• это был выход на рынок крупного бренда, рейтинговой категории АА;

• нестандартная структура — дебют с двумя выпусками одновременно, причем с разными параметрами;

• рыночное размещение, существенный объем ритейла;

• существенное снижение купона в день букбилдинга по сравнению с маркетируемыми ориентирами.

Плюс ко всему было много сделок дебютантов в секторе МСБ.

Денис Леонов

— Трудно выделить кого-то одного из дебютантов, 2023 год был богат на дебюты, и все они были по-своему интересны и уникальны, все дебютные сделки были успешны с точки зрения спроса и интереса со стороны облигационного сообщества.

Алексей Балашов

— Сложно остановиться на чем-то одном: для кого-то важен номинальный объем выпуска, кто-то обращает внимание на рыночный спрос или спрос физических лиц. Для меня в приоритете всегда стояла инновационность инструмента и перспективы продвижения полученного опыта. В 2022 году это была первая сделка ОК «РУСАЛ» в юанях, до того — бессрочные облигации РЖД. Таким «дебютом года» в 2023 году, на мой взгляд, были золотые облигации «Селигдара» — уникальный инструмент как для российского, так и для международного рынка, который в условиях геополитической

Отдельно стоит отметить дебют золотодобывающей компании «Селигдар» с выпуском принципиально нового инструмента — золотых облигаций

напряженности позволяет хеджировать стоимость золота еще и в долларовом эквиваленте, плюс принести дополнительный доход в виде купонов.

Номинальная стоимость инструмента, выпускаемого «Селигдаром», равна цене 1 г золота, устанавливаемой ЦБ РФ, и в первый день размещения — 7 апреля — составляла 4961 рубль. Номинал меняется вместе со стоимостью золота, то есть он может быть и выше, и ниже номинальной стоимости в момент погашения, что, кстати, отличается от привычного подхода к биржевым облигациям. Помимо индексации номинала, по облигациям ежеквартально выплачивается купон по постоянной ставке 5.5 % годовых. К 1 ноября номинал бумаг достиг уровня почти 5919 рублей и продается на бирже по цене около 98.8 % от номинала. С учетом роста номинала и купонного дохода инвесторы, первыми купившие золотые облигации, заработали за это время около 21.0 % (или около 37 % в годовом исчислении).

Опыт «Селигдара» по выпуску золотых облигаций уникален, и его можно тиражировать с другими товарными инструментами, востребованными инвесторами на рынке. Все идет к тому, что в перспективе мы можем увидеть и «нефтяные облигации», и «зерновые облигации», и даже «облигации майнеров биткоина».

Рустем Кафиатуллин

— Для нас это, без сомнения, «Медси». Первый эмитент из сферы медицинских услуг провел уникальную сделку, разместил сразу два выпуска на разные сроки. Тот редкий случай, когда спрос был настолько высокий, что бумаги не хватило не то что организаторам, а даже розничным инвесторам. Дебют «Медси» стал идеальным примером размещения B2C эмитента: широко известный бренд в сочетании с привлекательной доходностью сделали свое дело, оба выпуска были фактически «разорваны» инвесторами.

Дмитрий Александров

— Наиболее интересен выпуск золотых облигаций «Селигдара». Немного жаль, что рынок, по моим ощущениям, немного перегрузили размером не только первого выпуска, но и особенно второго.

МОЖНО ЛИ СКАЗАТЬ, ЧТО ЮАНЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ, СТАВШИЕ ТРЕНДОМ 2022 ГОДА, В ЭТОМ ГОДУ ПОТЕРЯЛИ СВОЮ ПОПУЛЯРНОСТЬ? ЧЕГО ОЖИДАЕТЕ ОТ РЫНКА ЮАНЕВЫХ БОНДОВ В СЛЕДУЮЩЕМ ГОДУ?

Рустем Кафиатуллин

— Да, это действительно так, многие эмитенты в прошлом году хотели попробовать новый инструмент, быть на волне трендов. Сегодня ликвидности на рынке юаневых облигаций стало меньше, ставки выросли, популярность существенно снизилась. Мы ожидаем, что дальнейшая реализация юаневых сделок будет становиться все сложнее также и на фоне возможных регуляторных ограничений.

Дмитрий Александров

— Избыток юаневой ликвидности у потенциальных инвесторов был быстро исчерпан первыми размещениями, рынок постепенно разобрался в общей картине, доходности стали более «нормальными», так что размещения будут, но без ажиотажа и на фоне выпусков в других валютах.

Роберт Смакаев

— Юаневые облигации малоинтересны инвесторам. В прошлом году у банков появились крупные юаневые счета российских экспортеров. Но эта ликвидность во многом уже была абсорбирована размещениями корпоративных заемщиков в 2022-м, и в этом году дополнительного существенного притока не было. Ситуацию мог бы изменить выход китайских банков на российский рынок, но пока их работа носит ограниченный характер. Для физических лиц юань мог бы выступить защитой от обесценения рубля, но пока ставки по юаневым облигациям не могут конкурировать с высокими доходностями замещающих выпусков. Долларовые облигации первого эшелона торгуются с доходностями 7–9 %, в то время как по юаневым облигациям «потолок» — 5–6 %, дороже эмитенты занимать не готовы.

Алексей Балашов

— Первые корпоративные облигации, номинированные в китайских юанях, появились на рынке в начале августа 2022 года, но быстро завоевали интерес как эмитентов, так и инвесторов, что позволило им занять определенную нишу на облигационном рынке. На 1 октября 2023 года в обращении находилось 22 выпуска номинированных в юанях облигаций 14 эмитентов на общую сумму 73.14 млрд юаней или в рублевом эквиваленте 996 млрд (5.8 % от общего объема рынка в обращении).

В текущем году (а точнее в марте-мае) прошло пять сделок: вторые выпуски разместили НК «Роснефть» (15 млрд юаней) и ЮГК (600 млн юаней), дебютные выпуски — «Совкомфлот» (2.6 млрд юаней), «ФосАгро» (2.0 млрд юаней) и «ЕСЭ-Гидрогенерация» (670 млн). Я не считаю, что они потеряли свою популярность, — изменились финансовые условия заимствований как следствие изменений торгового баланса, в результате которого в течение года существенно ослабел рубль и возник дефицит валюты, в том числе и китайского юаня. Плюс возникло огромное предложение замещающих облигаций в различных валютах, по которым доходности оказались значительно выше новых размещения в китайских юанях. Уверен, как только рынок «переварит» новые объемы замещающих бондов и профицит платежного баланса в валюте восстановится, мы увидим новые рекорды как отдельных эмитентов, так и всего рынка корпоративных облигаций, номинированных в китайских юанях.

Денис Леонов

— Юаневые облигации точно не потеряли свою актуальность и продолжают размещаться. При этом в данном сегменте облигационного рынка имели место значительные изменения в плане ставок, что потребовало

некоторое время на адаптацию как эмитентов, так и инвесторов. Спрогнозировать конкретные объемы размещений в данном сегменте не представляется возможным, однако мы видим запросы на размещение облигаций в юанях среди эмитентов и интерес со стороны инвесторов.

Юрий Новиков

— Юаневые облигации остаются актуальным инструментом валютных инвестиций. Многим инвесторам они позволяют защититься от девальвации рубля и минимизировать риски, связанные с обращением валют недружественных стран. Первые сделки юаневых облигаций состоялись еще в 2022 году, при этом ставки по ним были низкими вследствие избытка юаневой ликвидности. Далее, в начале 2023 года, наоборот, образовался дефицит ликвидности, что поспособствовало резкому росту доходностей юаневых облигаций. В настоящее время ситуация с юаневой ликвидностью стабилизировалась, и мы ожидаем, что репрайсинг юаневых бондов будет продолжаться, но более умеренными темпами.

ВЫПОЛНЕН ЛИ ПЛАН ПО РАЗМЕЩЕНИЮ ЗАМЕЩАЮЩИХ ОБЛИГАЦИЙ? ЧТО ЖДЕТ РЫНОК ЗАМЕЩАЮЩИХ БОНДОВ В СЛЕДУЮЩЕМ ГОДУ?

Роберт Смакаев

— Я уверен, что до конца года и, возможно, в начале следующего года будет много выпусков замещающих облигаций, рынок может удвоиться. Как минимум будут замещаться банковские евробонды и субординированные облигации, по которым ЦБ РФ выпустил специальное регулирование. А вообще замещающие облигации — интересный инструмент. На мой взгляд, это самая безопасная в РФ форма безналичных вложений в доллары и евро. Риски расчетов минимизированы за счет платежей исключительно через российскую инфраструктуру и в рублях по курсу ЦБ. Это выгодно отличает их от средств на банковских счетах, на которых вкладчик может столкнуться как с невозможностью вывести средства в случае санкций против банка, так и даже с отсутствием возможности обменять их по рыночному курсу на рубли в случае санкций.

Алексей Балашов

— В конце 2022 года на нашем рынке появился новый инструмент — замещающие облигации. Это выпущенные по российскому праву и обращающиеся внутри российской инфраструктуры облигации, которые инвестор может получить взамен ранее выпущенных еврооблигаций эмитента. Параметры замещающих облигаций должны быть аналогичны параметрам замещаемого выпуска еврооблигаций по сроку погашения, размеру дохода, календарю купонных выплат и номинальной стоимости.

На 1 октября 2023 года в обращении находилось 33 выпуска замещающих облигаций 7 компаний, из которых 22 выпуска номинированы в долларах США, 9 выпусков — в евро и по одному выпуску — в фунтах и швейцарских франках. При этом у «Газпром Капитала» в обращении находится 21 выпуск во всех четырех валютах, остальные в долларах США: 4 выпуска НК «ЛУКОЙЛ», 2 выпуска «ФосАгро», по одному выпуску «Совкомфлот», ХК «Металлоинвест», «Борец Капитал» и ММК. Общий объем в обращении замещающих облигаций в рублевом эквиваленте (по официальным курсам на 1 октября 2023 года) составил 1000.041 млрд рублей, или 6.0 % от общего объема рынка корпоративных облигаций в обращении.

Очень надеюсь, что в текущем году мы перевернем эту страницу, что позволит освободить ресурсы как у эмитентов, так и у профессиональных участников. Закрытие всех перечисленных сделок даст большинству корпоративных эмитентов возможность в следующем году переключить свои усилия на рублевые облигации, а также сформировать необходимый спрос по комфортным ставкам на новые корпоративные облигации, номинированные в китайских юанях.

Рустем Кафиатуллин

— По нашему мнению, до конца 2023 года не все эмитенты успеют завершить процесс замещения, некоторые банки до сих пор не объявили даже о намерении разместить замещающие облигации. Есть ощущение, что дедлайн будет продлен и мы еще увидим несколько подобных выпусков в начале 2024 года.

Параметры замещающих облигаций должны быть аналогичны параметрам замещаемого выпуска еврооблигаций по сроку погашения, размеру дохода, календарю купонных выплат и номинальной стоимости

В ЭТОМ ГОДУ «РУСАЛ» РАЗМЕСТИЛ ДЕБЮТНЫЙ ВЫПУСК ОБЛИГАЦИЙ В ДИРХАМАХ ОАЭ. ОЖИДАЕТЕ ЛИ ВЫ РОСТА ПОПУЛЯРНОСТИ БОНДОВ В ДИРХАМАХ В 2024 ГОДУ ИЛИ, МОЖЕТ БЫТЬ, ПОЗДНЕЕ? КАКИЕ ЕЩЕ ВАЛЮТЫ МЫ МОЖЕМ УВИДЕТЬ В РАЗМЕЩЕНИЯХ РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ?

Юрий Новиков

— Как и в ситуации с юаневыми облигациями, дебютный выпуск бондов в дирхамах был реализован со сниженной ставкой. С учетом того, что курс дирхама к доллару фиксированный, для формирования широкого рынка облигаций в дирхамах и привлечения интереса инвесторов эмитентам потребуется скорректировать ставки, чтобы они стали конкурентными по сравнению с замещающими долларовыми облигациями, которые в настоящий момент торгуются с доходностями около 7 %.

Денис Леонов

— Пока мы не видим кратного роста популярности облигаций в дирхамах и прочих экзотических для России валютах. С точки зрения как торгов в валютной секции, так и среди облигаций значительной конкуренции юаню не предвидится в краткосрочной перспективе. Единичные выпуски в иных валютах вполне возможны.

Алексей Балашов

— Все выпуски корпоративных облигаций, номинированных в иностранных валютах, по экономической сути — аналог еврооблигаций по российскому праву, рынок которых в настоящее время для российских эмитентов закрыт. Зачем российские эмитенты выходили на международные рынки капитала? Во-первых, хеджировать свои валютные риски в валюте получаемой экспортной выручки. Во-вторых, привлечь финансовые ресурсы в компанию от новых инвесторов, от которых невозможно их привлечь через другие доступные инструменты. Инвесторам важно получить ликвидный инструмент, который в любой момент времени можно продать по справедливой цене. Если новый инструмент в дирхамах или в любой другой валюте будет соответствовать этим трем условиям, то такой инструмент будет пользоваться популярностью и иметь определенные перспективы.

Дмитрий Александров

— Как альтернатива доллару США дирхам и гонконгский доллар действительно весьма интересны, так что спрос будет, но большой и растущий спрос возникнет только на те валюты, в которых будет столь же большой и динамично растущий торговый оборот и операционный интерес к ним со стороны самих эмитентов.

Роберт Смакаев

— Честно признаться, мы не видим возможностей выпусков в альтернативных валютах, но по мере развития внешней торговли и связей такие выпуски будут реализованы, однако, вероятно, в какой-то среднесрочной перспективе.

ЕЩЕ ОДНО НОВШЕСТВО ЭТОГО ГОДА — ЗОЛОТЫЕ ОБЛИГАЦИИ. ТАКИХ ВЫПУСКОВ БЫЛО УЖЕ НЕСКОЛЬКО. КАКОЙ ДИНАМИКИ ЖДЕТЕ ОТ ЭТОГО СЕГМЕНТА БОНДОВОГО РЫНКА В 2024 ГОДУ? ВЫПУСКИ КАКИХ ЭМИТЕНТОВ, КРОМЕ «СЕЛИГДАРА», ОЖИДАЕТЕ УВИДЕТЬ?

Инструменты, привязанные к товарным активам, становятся востребованными на рынке, поскольку они позволяют делиться с инвесторами доходом от роста цен на продукцию

Рустем Кафиатуллин

— Золотые облигации «Селигдара» — это в своем роде эксклюзивный проект, который стал настоящей сенсацией на долговом рынке. Огромный спрос на бумаги проявили как институциональные, так и розничные инвесторы, в результате итоговый объем размещения первого золотого выпуска составил более 11 млрд рублей, что почти в 4 раза больше изначально объявленного. Подобная структура выпусков по-настоящему уникальна, и поэтому доступна очень ограниченному кругу эмитентов. Есть вероятность, что «Селигдар» может так и остаться эксклюзивным эмитентом золотых облигаций.

Роберт Смакаев

— Золотые облигации «Селигдара» — это продукт, созданный самой компанией, которая долго работала над его структурированием. У облигаций есть ряд интересных деталей, связанных с ежедневно меняющейся стоимостью номинала, например. Он определяется в рублях по курсу доллара ЦБ и курсу золота на LME со значительным лагом. Рассчитать, какую все-таки инвестор получит доходность к ценам на золото в моменте, — задача со звездочкой даже для банковских аналитиков по облигациям.

Вообще золотые облигации — слишком специфический инструмент, интересный особой категории физических лиц. Мы не ждем повсеместного развития рынка, появления новых эмитентов золотых облигаций или новых «товарных» облигаций.

Дмитрий Александров

— Хотелось бы увидеть выпуски в других «товарных» номинациях — это интересная и очевидная для нашего рынка тема, позволяющая, помимо прочего, более понятным и комфортным способом осуществлять средне- и долгосрочные «инвестоспекуляции» в сырье, хеджировать инфляционные риски, играть на отраслевых циклах.

Юрий Новиков

— Инструменты, привязанные к товарным активам, становятся востребованными на рынке, поскольку они позволяют делиться с инвесторами доходом от роста цен на продукцию. При этом для запуска более широкого круга подобных инструментов требуется расширение списка товарных активов, торгующихся на Московской бирже, а также более высокие ставки купона с учетом недавнего роста доходностей как по рублевым, так и по валютным инструментам. С нашей точки зрения перспективными для инвесторов и эмитентов могут быть облигации, привязанные к нефтяным котировкам и к ценам на зерно.

Денис Леонов

— Это достаточно интересный инструмент, но, на наш взгляд, такие выпуски будут единичными, поскольку сегмент ограничен как отраслью (золотодобыча), так и небольшим количеством игроков, готовых размещать такие облигации. Мы полагаем, что отрасли не стоит ждать множества таких историй.

КАК СЧИТАЕТЕ, СТОИТ ЛИ В СЛЕДУЮЩЕМ ГОДУ ЖДАТЬ БУРНОГО РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦФА? СМОГУТ ЛИ ЭТИ ИНСТРУМЕНТЫ ОКАЗАТЬ СЕРЬЕЗНУЮ КОНКУРЕНЦИЮ ТРАДИЦИОННЫМ ОБЛИГАЦИЯМ?

Роберт Смакаев

— Мы ожидаем, что тенденция на активное развитие рынка ЦФА в следующем году сохранится. В этом году продолжилось расширение перечня операторов информационных систем, на которых прорабатываются и реализуются дебютные сделки. Наблюдается активное развитие уже действующих площадок, в том числе в части расширения вторичного рынка и клиентской базы со стороны частных инвесторов.

По нашим оценкам, использование ключевого преимущества — скорости выхода на сделку — позволит рынку ЦФА стать эффективным дополнением к традиционному рынку облигаций. Однако имеющиеся ограничения по объему ликвидности в краткосрочной перспективе сужают его возможности достичь сопоставимых объемов размещений и торгов в сравнении с рынком облигаций.

Алексей Балашов

— Я разделяю мнение большинства участников рынка, что рынок ЦФА ждет активное развитие. Уверен, мы увидим огромное количество новых размещений облигаций в форме ЦФА до конца этого года и в течение 2024 года. Для оценки возможности конкуренции с традиционными облигациями необходимо понимание итоговой фондовой инфраструктуры и нормативно-правовой базы по облигациям в форме ЦФА, этой информации в настоящее время недостаточно. Существует огромное количество разных вариантов развития, будем следить за тем, по какому пути пойдут Центральный банк и оператор обмена — Московская биржа.

Денис Леонов

— Развитие рынка ЦФА уже происходит на наших глазах, при этом отличительной чертой ЦФА представляется их краткосрочность по сравнению с теми же стандартными облигациями. На текущем этапе своего развития ЦФА представляются альтернативой не облигациям, а скорее краткосрочному кредитованию с траншами на сроки до 12 месяцев.

Дмитрий Александров

— ЦФА могут быть очень интересны и для институциональных, и для частных инвесторов. Теоретически они могут резко поднять разнообразие финансовых инструментов и продуктов на их основе и вовлечь в них практически все экономически активное население. Однако, может быть, придется подождать больше, чем год.

Использование ключевого преимущества — скорости выхода на сделку — позволит рынку ЦФА стать эффективным дополнением к традиционному рынку облигаций

КАКИМ, НА ВАШ ВЗГЛЯД, БУДЕТ 2024 ГОД ДЛЯ РОССИЙСКОГО ДОЛГОВОГО РЫНКА? КАКИЕ ТЕНДЕНЦИИ БУДУТ ПРЕОБЛАДАТЬ? ЭМИТЕНТЫ КАКИХ ОТРАСЛЕЙ ВЫЙДУТ НА ПЕРЕДНИЙ ПЛАН?

Снижение ключевой ставки станет подспорьем для роста количества новых выпусков долговых бумаг

Рустем Кафиатуллин

— Рынок за последние годы переживал очень разные периоды и каждый раз, несмотря на шоки, не просто восстанавливался, а устанавливал все новые рекорды по объемам. В 2024 году все тенденции облигационного рынка будут формироваться под влиянием политических и макроэкономических событий. Мы верим, что наступающий год будет удачным и принесет нам много размещений известных эмитентов, а также откроет новые имена в абсолютно разных отраслях.

Денис Леонов

— Как вся отрасль, так и вся экономика ждут момента начала смягчения ДКП. Снижение ключевой ставки станет подспорьем для роста количества новых выпусков долговых бумаг.

В базовом сценарии мы рассчитываем, что рынок облигаций продолжит активно развиваться и на нем будут появляться новые эмитенты из новых отраслей, а также продолжит расширяться продуктовая линейка.

Роберт Смакаев

— Мы ожидаем, что высокие ставки сохранятся в течение всего первого полугодия. Рост инфляции продолжается, мы ожидаем ее пик весной следующего года. Повышение ставки ЦБ будет действовать с лагом в несколько месяцев, будет постепенно замедлять потребительский и инвестиционный спрос. Влияние ключевой ставки на инфляцию останется снижено из-за действия льготной ипотеки, а также инвестиционного спроса и поддержки проектов импортозамещения, которые не свернут из-за высоких ставок. Вероятно, цель ЦБ по инфляции не будет достигнута и в следующем году, а ключевая ставка останется двузначной.

На фоне прогнозов по достижению в этом году пиковых значений КС наблюдается изменение тренда в отношении как размещений ОФЗ, так и корпоративных заемщиков.

Активное размещение эмитентами флоатеров, подпитываемое спросом со стороны инвесторов, которое наблюдалось в преддверии октябрьского заседания ЦБ, постепенно сменяется на интерес к выпускам с фиксированной ставкой.

Смена тренда также отражается в анонсированных и закрытых сделках первого-второго эшелона заемщиков. У эмитентов остаются потребности, которые при ограниченности и недостаточности кредитных ресурсов они могут удовлетворить только путем размещения облигаций — реализация инвестпрограмм, рефинансирование кредитов и обращающихся облигаций, развитие и расширение производства.

Формат размещения эмитентов третьего-четвертого эшелона существенно не поменялся — основным драйвером рыночного спроса в сделках данных эмитентов продолжают оставаться физические лица, для которых предпочтительными являются бумаги с фиксированным купоном.

Поэтому указанные эмитенты продолжат размещения по фиксированным ставкам, которые несмотря на справедливый спред в абсолютном выражении чаще всего будут оставаться визуальны достаточно высокими.

Алексей Балашов

— С логической точки зрения и с учетом практического опыта после двух сложных лет нас ждет год огромных возможностей как для эмитентов, так и для инвесторов. Доходности по облигациям очень высоки, и если мы еще не достигли пика, то явно близки к этому.

Исходя из прогноза Центробанка по средней ключевой ставке на 2024 год в размере 12.5–14.5 %, считаю, что следующий год будет бумом IPO. В условиях массового ухода зарубежных производителей и импортозамещения компаниям открывается уникальная возможность занять временно освободившиеся ниши. Чтобы не упустить этот уникальный шанс, эмитенты будут готовы делиться своей долей в капитале и дивидендами, что, скорее всего, будет дешевле привлечения долгового финансирования по таким ставкам на длинный срок. Так что жду первичного и вторичного размещения акций, в первую очередь эмитентов третьего эшелона и ВДО, и уверен, что мы также увидим интересные предложения от крупных компаний с высоким уровнем надежности.

Юрий Новиков

— В 2024 году мы ожидаем, что текущая жесткая политика Банка России отразится в снижении инфляции и стабилизации валютного курса. Таким образом, ставки в экономике могут достигнуть своего пика и начать снижаться.

На этом фоне, по нашему мнению, в первом квартале 2024 года эмитенты первого эшелона будут более сдержанны в объемах размещений и предпочитать флоатеры с целью рефинансирования обязательств. Также мы ожидаем размещения облигаций сырьевых компаний с целью рефинансирования погашающихся евробондов. Компании новой экономики также продолжат активно выходить на рынок за счет того, что они могут оперативно перекладывать издержки на потребителей. Во второй половине 2024 года станут наиболее востребованными длинные инструменты с фиксированной ставкой, а спектр эмитентов может расшириться.

Дмитрий Александров

— Год, вероятно, будет очень беспокойным: выборы президентов в трех важнейших для рынка странах могут радикально поменять всю ситуацию на годы вперед, но мы надеемся в любых условиях сохранить и максимально использовать возможности рынка для обеспечения российских компаний необходимым финансированием.

ЭНЦИКЛОПЕДИЯ РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ • 2024

РУСИПОТЕКА кредитование и секьюритизация

Cbonds

Cbonds совместно с компанией «РУСИПОТЕКА» начинают подготовку к выпуску сборника «Энциклопедия российской секьюритизации — 2024».

«Энциклопедия российской секьюритизации — 2024» станет тринадцатым сборником тематических материалов, посвященных секьюритизации в России и за рубежом. В энциклопедию традиционно войдут материалы ведущих экспертов, посвященные актуальным тенденциям и прогнозам развития рынка секьюритизации, case studies по самым интересным сделкам, статистика рынка, индикаторы и т. д.

Дата выхода Энциклопедии: апрель 2024 г.

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕМЫ ЭНЦИКЛОПЕДИИ РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ 2024

- Секьюритизация в России и мире
- Секьюритизация ипотечных активов
- Рынок секьюритизации альтернативных классов активов
- Case-studies: российский и мировой опыт секьюритизационных сделок
- Аналитический инструментарий в сделках секьюритизации: оценка стоимости ИЦБ
- Правовые и налоговые вопросы в сделках секьюритизации, роль юридического консультанта
- Инфраструктура рынка секьюритизации

БУДЕМ РАДЫ РАССМОТРЕТЬ ВАШИ ИДЕИ ПО НАПОЛНЕНИЮ ИЗДАНИЯ И ТЕМАТИКЕ ОСНОВНЫХ РУБРИК. ПРИГЛАШАЕМ ВАС ВОЙТИ В ЧИСЛО ПАРТНЕРОВ ПРОЕКТА ИЛИ СТАТЬ ОДНИМ ИЗ АВТОРОВ ИЗДАНИЯ!

В «ЭНЦИКЛОПЕДИИ РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ — 2023» ПРИНЯЛИ УЧАСТИЕ:

Стратегический спонсор:

ВТБ

Партнер рубрики:

СОВКОМБАНК

Партнеры:

АБСОЛЮТ БАНК

Expert РЕЙТИНГОВОЕ АГЕНТСТВО

LECAP.

При участии:

TREWETCH Group

РЕГИОН ДЕПОЗИТАРНАЯ КОМПАНИЯ

ДОМ РФ

ВТБ СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ

БЖФ Банк

Melling Voitishkin & Partners

Контактная информация по вопросам участия:
review@cbonds.info