

# Богатство спроса

**Российский долговой рынок пережил во время последнего кризиса серьезное количество дефолтов, тем не менее темпы его восстановления впечатляют**

Что позволило рынку так быстро восстановиться и в чем его сила, рассуждают его крупнейшие участники: руководитель департамента по операциям с долговыми инструментами «УРАЛСИБ Кэпитал» Борис Гинзбург, заместитель начальника управления рынков долгового капитала «ВТБ Капитал» Алексей Коночкин и управляющий директор ОАО «Банк Открытие» Михаил Автухов. Модераторы — Римма Зарипова («Интерфакс») и Ольга Кудинова (НАУФОР).

— Как вы оцениваете общее состояние рынка корпоративных облигаций, и как идет восстановление после кризиса?

**Алексей Коночкин.** Рынок сейчас очень крепкий. В течение всего года он был открыт для первичных размещений. Круг эмитентов я бы очертил так — крупные российские компании первого и второго эшелонов, российские банки в основном из первой сотни и «дочки» иностранных банков. Увеличили активность на рынке субъекты Федерации. Очень мало выходит компаний третьего эшелона, несмотря на возможный спрос со стороны инвесторов на данных заемщиков. Видимо, кризис рефинансирования прикрепил эти компании к банкам двусторонними кредитами.

Рынком правит ликвидность: сейчас денег на рынке очень много, и инвесторы перестали так внимательно смотреть на структуру облигационных займов, как они смотрели в начале 2009 года.

После кризиса организаторы начали инкорпорировать в структуру эмиссионной документации различные ковенанты, которые устанавливали определенные ограничения на бизнес эмитентов и создавали некоторый дополнительный комфорт для инвесторов. Практика эта не прижилась. По мере того как рынок насыщался деньгами, росли котировки бумаг и падали доходности, в инвесторах проснулась жадность, которая закрыла глаза на риски. Все долговые обязательства, которые сейчас выпускаются на внутреннем рынке, не имеют никаких дополнительных ковенантов. И никто не требует их.

**Борис Гинзбург.** Что касается эмитентов, которые могут выходить на рынок, то во время кризиса дефолты в основном были не у тех эмитентов, которые не могли платить по своим долгам, потому что у них не было денег. Большинство эмитентов

не платили, потому что не хотели этого делать или не хотели договариваться с инвесторами. Проблемы были связаны, скорее, со структурой выпуска, чем с качеством эмитентов.

Сейчас, уже после кризиса, рынок сделал выводы — улучшилась структура выпуска, он стал делаться на основные головные компании, а не на SPV. Существуют правила поведения, и если компания соблюдает эти правила, то она может разместиться, для нее будет найдена ставка.

Кроме того, на рынке очень сильно увеличилась дюрация. Если до кризиса срок обращения облигаций в три года считался большим, то сейчас можно спокойно разместить на 7 лет, а, если очень хочется, то можно и на 10 лет. Размещение на 3–5 лет стало нормой.

А. К. Я добавлю несколько тенденций. Да, поддержку своего коллегу, наметилась очень четкая тенденция к увеличению срока заимствований. Если в начале этого года основная масса инвесторов была готова покупать бумагу на 3 года, то сейчас 5-летний срок уже доступен для большинства инвесторов, и нет никаких проблем разместить облигации на 5 лет при любой рыночной конъюнктуре. Более того, сейчас идет тенденция удлинения сроков заимствований. Крепкие компании хотят продолжить строить свою кривую заимствований. Ярким примером тут выступает ФСК ЕЭС, разместившая свои облигации на 10 лет. В корпоративном секторе это первое размещение на такой длинный срок. Оно откроет горизонт для качественных







займов с длинной дюрацией, и мы очень гордимся тем, что «ВТБ Капитал» выступил организатором данной сделки.

Мне нравится, что большинство эмитентов осознало необходимость и полезность получения международных кредитных рейтингов, которые облегчают инвесторам задачу правильного прайсинга облигаций и позволяют бумаге войти в список РЕПО ЦБ. С одной стороны, вхождение облигаций в данный список позволяет хеджировать позиции инвесторов в периоды ухудшения ликвидности, с другой стороны, позволяет кэрри-трейдерам зарабатывать дополнительную доходность.

Организаторы в свою очередь научились осуществлять рейтинговое консультирование эмитентов, позволяющее наладить коммуникации между эмитентом и рейтинговым агентством.

Отмечу, что «ВТБ Капитал» в 100% случаев предлагает рейтинговое консультирование своим клиентам, эта услуга входит в комплекс по подготовке займа.

**Михаил Автухов.** Несмотря на общее хорошее настроение на рынке, международными кредитными рейтингами обладают порядка 150–200 корпораций и банков в России — количественно это далеко не большая часть возможных заемщиков, которые могут активно работать на рынке капитала. Появилась тенденция к укрупнению заимствований. Мы видим, как некоторые компании берут заметно большие объемы долга на внутреннем рынке, и это становится в порядке вещей. Они несколько раз в течение года повторяют выход на рынок, и инвесторы принимают это довольно позитивно. На отдельных крупных размещениях фиксируется спрос в десятки миллиардов рублей. Раньше такой емкости рынка мы не видели.

**А.К.** Еще одна интересная тенденция — предприятия-экспортеры, размещая облигации внутри страны, в большинстве случаев делают валютный своп, при-

влекая таким образом синтетическое валютное финансирование. По стоимости оно получается ниже, чем прямой заем на рынке в иностранной валюте. «ВТБ Капитал» является активным участником рынка валютных свопов. Через нас проходит большое количество таких сделок, поэтому мы отчетливо можем видеть эту тенденцию.

### Традиции брать в долг

**Б. Г.** Если мы посмотрим на российские компании, то в качестве капитала они традиционно используют долг. Это связано со структурой капитала российских компаний — ими владеет не большое количество акционеров, а, как правило, одна или несколько структур. Обычно такие структуры ни у нас, ни в мире не любят привлекать средства за счет акционерного капитала, а делают это за счет долга, поэтому российские компании по сравнению с мировыми аналогами имеют достаточно большую долговую нагрузку.

Российские компании, за исключением 15–20 экспортеров, имеют ярко выраженную нацеленность на рублевый рынок, и выручку они получают в рублях. Во время кризиса это привело к тому, что те компании, которые имели рублевую выручку и большие объемы валютного долга, попали под сильное давление.

Большинство из них пришло к выводу, что нужно снижать риски своей структуры капитала — выравнивать валюту заимствований и структуру выручки, улучшать структуру заимствований. В итоге компании, во-первых, массово повернулись в сторону внутреннего рынка, во-вторых, стали улучшать структуру долга. Если раньше существовала довольно большая концентрация долга, потому что компании старались хоть какие-то пипсы сэкономить на более коротком долге, то сейчас они понимают, что надо долг «размазывать».

Еще одно событие, которое произошло после кризиса, и, на мой взгляд, это

впервые произошло в России, — население вместо того, чтобы снимать деньги с банковских счетов и прятать их под матрасы, после короткого периода нестабильности в банковской системе, наоборот, понесло деньги в банковскую систему. Благодаря грамотным действиям правительства, деньги в банковский системе появились. При том, что спроса на деньги в экономике, по большому счету, нет. Мы видим, что восстановление экономики происходит медленно, и коммерческие банки, за исключением государственных, сейчас ищут, куда бы им эти деньги вложить. Банковская система сейчас более чем капитализирована — с ее пассивной базой все хорошо, но с активной — не очень, что отражается и на долговом рынке.

Получается, что есть определенное количество эмитентов, которые хотят рефинансировать свои валютные долги, улучшить структуру своего долга за счет удлинения. В итоге у нас появилось какое-то количество инвесторов в виде банков, у которых есть деньги, и они готовы вкладывать их. Это привело к тому, что у нас очень сильно снизились ставки по большому количеству инструментов до докризисных уровней, и находятся они ниже уровня инфляции. Таким образом, мы глубоко в зоне отрицательных процентных ставок.

— По объемам рынок уже вышел на докризисный уровень?

**М. А.** Насколько я знаю, в прошлом году был чуть меньший объем, чем в 2009, а в этом году мы уже заметно превысили докризисные показатели, и по объему первичного рынка в 2010 году, вероятнее всего, будет зарегистрирован рекорд.

**Б. Г.** В 2009–2010 годы объемы росли. Мне кажется, в этом году идет некоторое замедление рынка. Компании размещаются, но это, скорее всего, по тенденции, поскольку спроса на новые деньги в экономике по большому счету нет, люди просто работают с улучшением структуры долга.

— Каков сейчас средний объем заимствований?

А. К. Заем на 5 млрд рублей — это минимальный выпуск, который может обладать приемлемой рыночной ликвидностью. От 5 до 10 млрд рублей — средние по размерам займы, более 10 считаются крупными. До кризиса средним был выпуск на 3 млрд рублей, это связано с тем, что тогда было огромное количество небольших эмитентов, тот самый третий эшелон, который выходил с займами по 1–2 млрд рублей. Они сильнее других пострадали во время кризиса — не смогли быстро найти рефинансирование, что повлекло за собой череду дефолтов и реструктуризаций.

М. А. Сейчас ликвидный заем начинается от 3 млрд рублей — это минимум, который используют компании второго и третьего эшелона. Размещений менее 1 млрд мы практически не видим.

— Тем не менее компании третьего эшелона пока вне игры?

А. К. В целом да. Возможно, инвесторы были бы и готовы покупать займы эмитентов с повышенными кредитными рисками, но я думаю, что есть две составляющие, почему этого не происходит в массовом порядке. С одной стороны, кризис научил инвесторов более консервативно оценивать риски и ко многим аспектам, связанным с состоянием бизнеса конкретного заемщика, требования кредитных комитетов инвесторов после кризиса существенно ужесточились. С другой стороны, эмитенты, которые испытывали во время кризиса огромные трудности при достижении договоренностей о реструктуризации своих займов с инвесторами, извлекли урок. Они поняли, что проще договариваться с одним-двумя банками, в которых ты получаешь кредит. Все эмитенты второго эшелона имеют возможность очень эффективно привлекать заимствования на внутреннем рынке.





М. А. В прошлом году для компаний третьего эшелона банковские кредиты были выгоднее, чем облигационные заимствования — разница достигала несколько процентных пунктов. Сейчас ситуация такова, что доходности находятся примерно на одном уровне. Облигации стали более интересны, но инвесторы пока слишком активны в высокодоходном и более рисковом сегменте.

А для первого и второго эшелонов облигационный рынок настолько хорош, что он может дать большой объем денег по более чем конкурентным ставкам.

### **Без глобальных инвесторов**

Б. Г. Я считаю, что структура инвесторов ухудшилась по сравнению с докризисным временем. У нас на внутреннем рынке есть две основные категории инвесторов — банки и институциональные инвесторы — управляющие компании, страховые компании. Инвестиции банков в процентном соотношении увеличились — у них больше денег и меньше возможностей их применения, поэтому они усилили свои облигационные портфели и играют на рынке основную роль. По нашим оценкам, это 70%. При этом управляющие компании как существовали, так и существуют.

А. К. Я бы не сказал, что структура инвесторов как-то сильно поменялась. Те же классы инвесторов, которые мы видели до кризиса, сейчас присутствуют. Банки прежде всего — процентов 60-70% выпусков сейчас покупают банки. Много инвестиционных и управляющих компаний. Иностранцы, которые также с удовольствием покупают качественные займы.

Б. Г. Иностранные инвесторы еще в конце 2007 года ушли с рынка. Те иностранные инвесторы, что на рынке остались, — это российские дочки иностранных банков, крупные иностранные фонды. Впрочем, объем их операций существенно снизился. Это

происходит по двум причинам. Во-первых, в мире ситуация такова, что аппетит на риск сейчас небольшой. Во-вторых, надо понимать, что до конца 2007 года иностранные инвесторы вкладывали в Россию не потому, что им был интересен рынок как таковой, а потому что рынок был инструментом для вхождения в рубль, который тогда укрепился с 30 до 23 за доллар. Сейчас такого сильного укрепления рубля никто не прогнозирует, и, соответственно, этого класса инвесторов на нашем внутреннем рынке нет.

По большому счету, он нам и не нужен. Но с точки зрения диверсификации инвесторской базы что-то надо делать, чтобы привлекать сюда иностранных инвесторов. Ситуация, при которой спроса больше, чем предложения, не может продолжаться вечно. Нам нужно работать над увеличением иностранных инвесторов на рынке, но тех, которые хотят покупать именно кредитный риск, а не валютный.

Пенсионную реформу в России нельзя назвать достойной для подражания, поэтому пенсионных денег в большом объеме, о чем говорили еще пять лет назад, на рынок не поступило. Эти средства важны, но в общем объеме они не существенны.

**Б. Г.** Невозможно защититься от системных кризисов. Они происходят вне зависимости от структуры долгового рынка и совершенства юридической системы. Вопрос в том, насколько вы умеете работать с последствиями. Западный мир настолько же защищен от ураганов, как и развивающийся мир, просто у западного лучше проработаны механизмы по борьбе с этой стихией.

— Как российская судебная система справилась с темой защиты прав держателей облигаций?

**Б. Г.** Удивительно, но факт: российская легальная система показала свою жизнеспособность во время кризиса. Она показала, что российские суды выносят

решения, которые, в общем-то, защищают права инвесторов. То есть инвесторы в судах могут получить решения в свою пользу.

**А. К.** Решение суда-то он получит, а вот что дальше...

**Б. Г.** Дальше необходимо сделать так, чтобы эти решения исполнялись, но с этим есть проблемы. Эти проблемы не относятся собственно к долговому рынку или к сфере законодательства, это вопросы общей правоприменительной практики в России. Но с точки зрения защиты инвесторов по тем компаниям, которые объявили дефолт, защита прав инвесторов намного проще и эффективнее в судах по инструментам, выпущенным в российском праве. Оказалось, что та система, которая существует, не идеальна, но в судах вы можете получить решение в свою пользу. Что вы с ним потом будете делать? Так же, как и с решением по английскому праву, — что вы с ним потом будете делать?

**М. А.** Наверное, нет ни одного прецедента, когда при доброй воле эмитента реструктуризация не была бы успешной. Нет эмитентов, которые бы не платили исключительно по облигациям потому, что они такие плохие, но при этом платили бы по другим долгам. Как правило, это вытекает из общей ситуации в компании.

У наших эмитентов во время кризиса тоже не было механизмов защиты от кредиторов, как это есть на Западе. Зачастую эмитенты стояли перед выбором — умереть или пытаться годами выходить из этой ситуации. У некоторых не было желания годами исправлять ситуацию, и они предпочли более болезненный, но простой способ не платить — банкротство.

**Б. Г.** В английском праве есть собрания держателей облигаций. Есть trustee, который

по замыслу является тем исполнительным органом, который представляет интересы всех держателей облигаций. В теории, когда это проектировали, все выглядело хорошо. На практике trustee превратился в абсолютно забюрократизированную структуру, которая не делает ни одного движения без консультации с юристом (что занимает недели) и без того, чтобы ему не оплатили каждый ход заранее и не дали бы гарантий, что, если на него будут поданы иски, то эти расходы будут оплачены. В результате, trustee является самым узким звеном во всей юридической системе на Западе. Вы не можете совершить ни одного действия до тех пор, пока trustee не получил гарантий, которые выражаются в миллионах. Есть масса примеров, которые связаны не только с российскими структурами. И если дело доходит до судебных тяжб, основным препятствием является именно trustee.

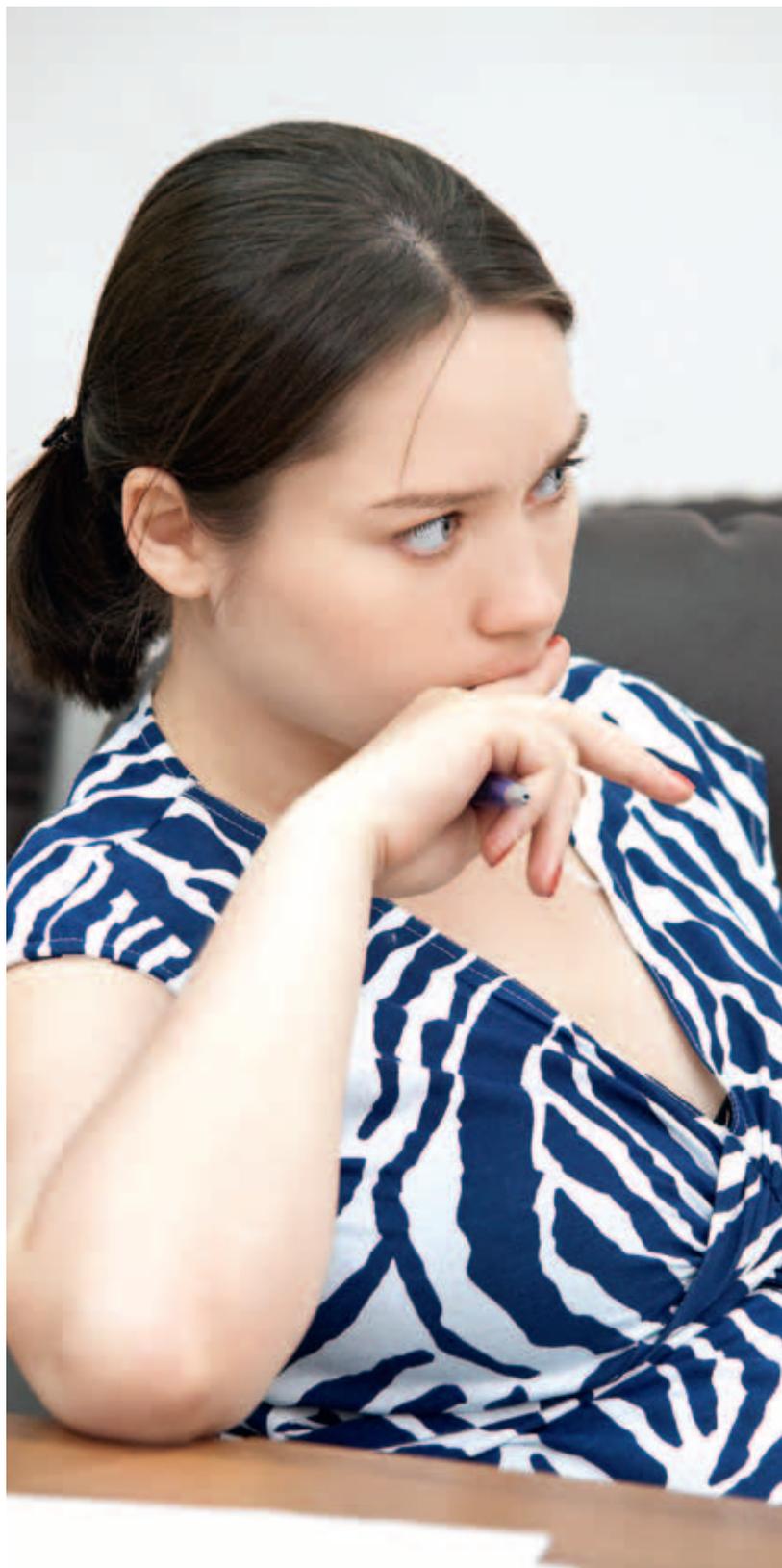
Закон об облигационерах строился на базе английской практики. Когда стали изучать, оказалось, что на бумаге все хорошо, а на практике работает очень плохо. Слава богу, у нас не было trustee, потому что любой держатель облигаций в России не должен ждать, пока trustee соблаговолит пойти в суд. Держатель может сам пойти туда, даже если у него небольшой пакет. По английскому праву держатели облигаций становятся заложниками ситуации. Это приводит к тому, что эмитенты начинают пользоваться ситуацией и затягивать процесс.

Да, есть конкретные вопросы по применению российского законодательства к реструктуризации, но, в общем, во всех случаях, когда эмитент честно хотел реструктурировать свои долги, законодательство наше этому не препятствовало.

## **Конкуренция в среде профессионалов**

— Насколько и почему растет конкуренция за эмитентов на рынке облигационных заимствований?

**А. К.** Конкуренция резко выросла в связи с тем, что целый сегмент эми-



тентов оказался вне игры — третий эшелон, это большое количество заемщиков. Сейчас уже идет конкуренция не столько по ценовым параметрам — ставки комиссионных вознаграждений уже зафиксировались на минимальных уровнях, дальше падать некуда, поэтому сейчас идет профессиональная конкуренция. Эмитенты все больше выбирают организаторов через конкурсы, где сравнивают профессионализм команд, они хотят получить не только эффективное размещение, но и комплекс дополнительных услуг, многие хотят бридж-финансирование перед размещением, гарантированный андеррайтинг во время размещения, своп, конверсию или проведение депозитных операций после размещения.

Эмитентам нужен более комплексный подход, и они внимательно смотрят на команды, которые будут работать с ними, — оценивают квалификацию, опыт. Эмитенты первого и второго эшелонов имеют в своем штате очень продвинутых финансистов, чтобы правильно оценить качество предлагаемых услуг. Мы очень редко встречаем людей, которым нужно объяснять, как вести себя на рынке.

М. А. Это тоже следствие конкуренции, интенсивного общения с инвестиционными банками.

А. К. Мы создаем эту среду, отмечу, что она становится более профессиональной. — Сколько сейчас составляет размер комиссии?

А. К. Уровень фиксированной комиссии для заемщиков первого эшелона — 10–20 базисных пунктов, второго эшелона — 20–30 пунктов от размещенных средств. Есть еще нефиксированная часть — success fee, она составляет значительную часть в доходах организаторов и выплачивается эмитентами при условии достижения целевых результатов при размещении облигаций. Эта

часть комиссии балансирует интересы заемщика и организатора.

— Михаил и Борис, скажите, каково частным компаниям конкурировать с госбанками?

Б. Г. Очень хорошо. Если мы посмотрим рейтинги (организаторов выпусков — *прим.*), то увидим, что в верхней части присутствуют госбанки, также есть «Тройка Диалог» и «Райффайзенбанк». Частные компании присутствуют практически во всех размещениях, где есть госбанки, — эмитенты любят привлекать в список андеррайтеров кого-то из рыночных игроков.

А. К. Им так продают эту историю. Сейчас картина изменится, потому что «Тройка» — это уже «Сбербанк и Тройка», и вот тут начнется другая, но не менее интересная игра.

М. А. Консолидация команд некоторых игроков, в том числе государственных банков, улучшает для нас конкурентное поле, дает нам большую степень свободы, мы подтягиваемся к пятерке лидеров и становимся более заметными и востребованными. Конкурировать всегда непросто, однако сейчас мы видим хорошие перспективы.

Б. Г. Мы нашли свою нишу. Нам не надо конкурировать в лобовую за тех эмитентов, которых мы все равно не получим. Мы размещаем эмитентов с рейтингами от ВВ до В. Наше основное конкурентное преимущество — это способность продавать, то есть умение принести людям наилучший результат на размещении. Это не наши кредитные ресурсы, это просто способность продавать. С точки зрения рынка сейчас нам стало легче продавать, потому что появилась какая-то группа госбанков, у которых много сделок, это приводит к тому, что, как правило, оказывается меньше внимания конкретному эмитенту. Нам на этом фоне легче работать с этими

эмитентами, мы можем уделить им время.

А. К. Это тоже такая «история», которая продается некоторыми организаторами достаточно активно. Дескать, организаторы, которые делают сделки достаточно активно, не имеют возможности оказывать эмитентам много внимания. Уверен, если бизнес правильно структурирован, если вовлечены исключительно профессиональные команды и их взаимодействие эффективно выстроено, то не возникает ситуаций, когда кому-то уделяется мало времени. Ни один из наших многочисленных клиентов не жаловался, что мы уделяем ему мало внимания, равно как и не жаловался на качество нашей работы.

А если говорить, что у нас зацементирован союз с «Тройкой» или с кем-то еще, то это не так. Есть первая пятерка лидеров, которая конкурирует друг с другом, при этом каждый эмитент на серьезные выпуски для собственного комфорта хочет иметь несколько организаторов и выбирает их прежде всего из числа лидеров соответствующих рейтингов. Понятно, что в рамках общего проекта организаторы перестают конкурировать друг с другом и добросовестно делают свою работу вместе. Мы работаем на проектах со всеми нашими конкурентами, у нас нормальные отношения с основными участниками данного рынка.

Крупные банки имеют хороший доступ к клиентам, они могут дать эмитенту комплекс современных высококачественных услуг мирового уровня, ибо имеют в штате профессиональные команды специалистов, могут проводить сделки с большими объемами средств, отсюда и лидирующие позиции госбанков.

М. А. Реально конкуренции количественной — за комиссию — не так много. Для эмитента платить 0,09% или 0,1% уже не столь принципиально. Бывают

некоторые случаи, когда конкуренция настолько высокая, что за некоторые мандаты организаторы готовы делать сделки бесплатно, но это исключительные случаи.

Я согласен с Борисом, мы продаем разные сильные стороны. Наши плюсы — это гибкость, оперативность, активность, умение продавать и фокус на работе с инвестором, широчайшая база клиентов, качественная работа с вторичным рынком. К тому же мы независимый инвестбанк, для многих клиентов это важно. Несмотря на то что мы сталкиваемся иногда с нашими госбанками при работе с определенными эмитентами, как правило, мы не конкурируем, а сотрудничаем. Как показывает история, эти альянсы довольно успешны. У всех крупных игроков команды сильны, но мы можем дополнять друг друга.

Наши эмитенты — это второй и третий эшелон, несмотря на то, что третий пока не очень активен на рынке.

Мы не можем игнорировать и структуру первичного рынка — порядка 25-30% объема, это финансовый сектор, большой вес занимают металлургия, энергетика, нефтехимия, транспорт. Это те сегменты, в которых мы планируем и дальше успешно работать. Конечно, нам несколько сложнее, чем крупнейшим госбанкам, конкурировать в сфере обслуживания эмитентов, связанной с предоставлением капитала, но мы точно присутствуем и в этих сделках. Одним из приоритетных секторов для нас является и сектор субфедеральных и муниципальных заимствований. В прошлом году мы вошли в тройку организаторов-лидеров и не планируем снижать объем присутствия.

Б. Г. Когда мы говорим о госбанках, единственный козырь, который у них есть, — это то, что во время кризиса они были назначены «спасителями» экономики, через них проходили все объемы средств по господдержке. Эти банки

вставляли в условия договора положение о том, что в течение трех лет любая сделка на рынке капитала должна обязательно включать конкретный банк в качестве организатора. Это единственное, что не могут сделать частные институты, потому что не через них распределялась государственная поддержка, а в остальном — это конкуренция команд. И это положение о трех годах имеет конечный срок.

**М. А.** В дальнейшем государственным банкам будет менее комфортно выдерживать давление частных банков-организаторов.

**А. К.** Я не считаю, что все те мандаты (на размещение — *прим.*), которые есть у нас, вытекли из каких-то обязательств, которые приняли на себя эмитенты, якобы спасенные в кризис банком ВТБ.

«ВТБ Капитал» сейчас является лидером российского инвестиционно-банковского бизнеса, который может предоставлять своим клиентам первоклассный сервис международного уровня. А синергия с ресурсной и клиентской базой группы ВТБ дает нам реальное преимущество при получении мандатов на сделки.

— Каковы перспективы такого инструмента, как рублевые евробонды, востребованы ли они?

**А. К.** Я думаю, что да. Есть большое количество инвесторов, которые их покупают. К примеру, размещение российских евробондов прошло очень хорошо, и мы как организатор этой сделки видели значительный спрос со стороны широкого круга инвесторов. Другое дело, что пока небольшое количество эмитентов готовы выйти на рынок рублевых евробондов, потому что внутренний рынок дает примерно такие же условия.

**М. А.** Здесь вопрос — чем рублевые евробонды могут быть более выгодны и более интересны? С точки зрения себе-

стоимости, наверное, вряд ли, с точки зрения ставок, простоты и легкости размещения — неочевидно. Есть определенный резон — диверсификация базы инвесторов, но пока не сложилось тех предпосылок, которые бы диктовали эмитентам необходимость этого.

С точки зрения валютных инструментов интерес резко снижается, потому что рублевые инструменты экономически более выгодны.

Рублевые еврооблигации — это инструмент, который должен быть в более поздние сроки, не сегодня. Тут либо будет резкий интерес эмитентов, но в ближайшее время его ожидать вряд ли стоит, либо резкий спрос со стороны покупателей, но однозначно это должно выразиться в более заметных дисконтах и спросе, а когда это уже станет более очевидно, мы увидим заметное увеличение активности со стороны заемщиков. Это вряд ли вопрос 2011 года.

**Б. Г.** Если сравнить уровень ставок по рублевым евробондам РФ с ОФЗ, то евробонды выгоднее. Если смотреть с точки зрения ограничений по выходу на рынок рублевых евробондов, то они аналогичны тем, что и на рынке евробондов. То есть на рынок может выйти относительно небольшое количество эмитентов. И самое главное, что практически для всех эмитентов существует правило окон. Внутренний рынок относительно хорошо переносит нестабильность на внешних рынках, но рынок евробондов более чувствителен. В момент потрясений в мире у инвесторов снижается желание платить за риск. Если в России размер окна больше, эмитенты чаще могут выходить на рынок. Ведь эмитент второго эшелона может выходить только тогда, когда есть хорошая конъюнктура на рынке, то есть для него существуют окна. С точки зрения ставок инструмент, наверное, интересен. Однако с точки зрения легкости его применения это более проблемный инструмент, чем рублевые облигации.

## Эмитентам не нужно много

**Б. Г.** Вопрос не в том, чтобы российские компании размещали евробонды там. Вопрос в том, чтобы иностранные инвесторы могли с такой же легкостью купить бонды здесь. Сила рынка в ликвидности, она должна быть в одном месте, не нужно ее разрывать, как это происходит с российским рынком акций.

Сила российского долгового рынка в том, что он весь торгуется на ММВБ и он прозрачен.

Наша задача как отрасли и задача регуляторов — сделать так, чтобы иностранцам было удобно здесь покупать. — Эксперты ожидают ужесточения денежно-кредитной политики ЦБ. Если сократится денежная масса, как это отразится на долговом рынке?

**А. К.** Если произойдет существенное сокращение денежной массы, это обязательно отразится на рынке облигаций. Сокращение постепенно происходит, но это пока не критично для рынка. Любое первичное размещение качественного выпуска проходит сейчас с очень высоким спросом, и ситуация с ликвидностью пока комфортная. Я думаю, что в конце этого года — начале следующего мы увидим очередные бюджетные вливания, которые опять появятся на нашем рынке. Даже если будет повышена ставка рефинансирования, ликвидность все равно будет пойдут в долговой рынок. Так что думаю, что в среднесрочной перспективе с ликвидностью все должно быть в порядке и с рынком тоже.

**М. А.** В конце прошлого года мы столкнулись с довольно нервными ожиданиями повышения ставки ЦБ и, как следствие, ослаблением, спадом на рынке. В первом полугодии все увидели хороший открытый рынок. С последних чисел января рынок был горячим. За первое полугодие было привлечено 600–650 млрд рублей, при том, что за весь прошлый год — порядка 950 млрд рублей. Пока все складывается так, что

емкость первичного рынка будет больше, чем в прошлом году. Доходности прогнозировать — неблагоприятное дело. Может произойти много слабо прогнозируемых ситуаций, но те ожидания, которые есть сейчас, показывают, что рынок чувствует себя комфортно. Да, будут непростые вопросы на международных рынках, задачи и процессы, связанные с необходимостью снижения инфляции, но это те задачи, которые не должны привести в итоге к заметному охлаждению на рынке. В этом отношении ЦБ проводит взвешенную и корректную политику, действует довольно тонко и верно.

Б. Г. Сейчас на рынке стоит вопрос не спроса, а предложения. Представьте, что вы — пекарь, вы должны испечь столько булочек, сколько у вас купят. Бесполезно печь больше. Мы как рынок можем разместить больше, но проблема в том, что эмитентам больше не нужно. Мы видим, что экономика не демонстрирует быстрых темпов восстановления. Причем Россия из всех крупных стран единственная, кто не дошел до докризисного размера экономики по ВВП. Предложение ограничено тем, что эмитентам не нужно столько долга. Они просто улучшают свою структуру балансов, но ее невозможно улучшить бесконечно. А дальше вопрос заключается в том, появится ли у них взгляд на будущее экономическое развитие? Вполне возможно, что появится после выборов. □

