



# Внешний долг российских эмитентов: пробираясь через минное поле санкционных ограничений

Министерство финансов РФ утром 17 марта распространило сообщение о выплате купонного дохода по двум выпускам суверенных еврооблигаций, в сумме на \$117,2 млн. Важность этого заявления в том, что Российская Федерация все еще в состоянии проводить платежи по суверенному долгу в валюте, несмотря на жесткие санкции и негативные ожидания рынка и рейтинговых агентств. Сообщения информагентств о зачислении средств на счета держателей бумаг в настоящий момент ожидают подтверждения.

Обвал цен на российский суверенный долг отражал наиболее драматичные сценарии, включая отказ эмитента платить и низкие уровни выплат в случае реструктуризации. Сейчас угроза дефолта снизилась, но риски для инвесторов остаются значительными (включая углубленный комплаенс-контроль на всех промежуточных этапах, из-за чего проводки между депозитариями могут задерживаться, либо вовсе приостанавливаться, как это происходит сейчас с платежами по корпоративному валютному долгу в пользу инвесторов из РФ).

Для ряда российских корпоративных заемщиков заморозка большей части ликвидных резервов государства и введение жестких капитальных ограничений создают препятствия для исполнения обязательств по внешнему долгу на первоначальных условиях (что в самых негативных сценариях может привести к дефолту и необходимости реструктуризации долга). При этом ведущие компании-экспортеры по-прежнему могут рассматриваться в качестве "тихой гавани" благодаря наличию валютных активов за пределами России и значительному объему экспортной выручки, позволяющей им даже после обязательной конвертации 80% поступлений продолжать обслуживать долг.

На наш взгляд, эмитенты, у которых размер внешних активов и объем валютной выручки позволяют им покрывать первоочередные технологические потребности и осуществлять выплаты по внешнему долгу, постараются избежать дефолта и сохранить репутацию надежного заемщика. Что касается возможности продолжать обслуживать свой внешний долг, то для каждой отрасли и компании это будет определяться конкретными обстоятельствами, включая сохранение экспортных рынков, влияние введенных странами Запада санкций против российских юридических и физических лиц из числа акционеров, и ситуацию с контрагентами на текущий момент.

Мы ожидаем, что в отсутствие резкой эскалации конфликта и при условии заключения перемирия в течение следующих пары недель, ведущие экспортеры углеводородов (Газпром, Лукойл), цветных (Норильский Никель) и черных

металлов (НЛМК) скорее всего смогут избежать неплатежей по внешнему долгу. При этом затягивание конфликта резко повысит риск торгового эмбарго, дальнейших препятствий на пути притока валюты и ограничений на операционную деятельность многих российских эмитентов.

#### ПЛАТЕЖИ ПО СУВЕРЕННОМУ ДОЛГУ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ В ВАЛЮТЕ, МАРТ-ИЮНЬ 2022 Г.

Дата	Сумма, \$ млн	Облигации	Валюты платежа	Льготный период, дн.
16.03.2022	117	\$5.875 2023 \$4.875 2043	USD	30
21.03.2022	66	\$4.375 2029	USD, EUR, GBP, CHF, RUB	30
28.03.2022	102	\$5.100 2035	USD, EUR, GBP, CHF, RUB	30
31.03.2022	447	\$7.500 2030	USD	15
04.04.2022	2129	\$4.500 2022 \$5.625 2042	USD	30
27.05.2022	29	€2.650 2036	EUR, USD, GBP, CHF, RUB	30
	71	\$4.750 2026	USD, EUR, GBP, CHF	30
23.06.2022	235	\$4.250 2027 \$5.250 2047	USD, EUR, GBP, CHF	30
24.06.2022	159	\$12.75 2028	USD	15

*Детали облигаций включают валюту выпуска, величину купона и год погашения.  
Источник: Минфин России, Bloomberg*

#### РОССИЯ ПРОИЗВЕЛА КУПОННЫЕ ПЛАТЕЖИ, ИНВЕСТОРЫ В ОЖИДАНИИ

Министерство финансов РФ утром 17 марта распространило сообщение об исполнении платежного поручения о выплате купонного дохода по двум выпускам суверенных еврооблигаций, в сумме на \$117,2 млн. Позже эту информацию подтвердили корреспондентам агентства Bloomberg источники, осведомленные о действиях банка-корреспондента (JP Morgan Chase). О результатах зачисления средств платежному агенту (Citibank, N.A., London Branch) будет сообщено дополнительно. Важность этих сообщений в том, что Российская Федерация все еще в состоянии проводить платежи по суверенному долгу в валюте, несмотря на жесткие санкции и негативные ожидания инвесторов и рейтинговых агентств. Сообщения информагентств о зачислении средств на счета держателей бумаг пока не получили официального подтверждения.

Украинский вооруженный конфликт сопровождался беспрецедентными санкциями против государственных финансовых институтов России, введением жестких капитальных ограничений, снижением суверенных кредитных рейтингов до дефолтных уровней и обвалом котировок валютного долга.

Замораживание странами Запада большей части валютных резервов Банка России (около \$300 млрд, по словам министра финансов Силуанова) в

одновременно превратило российское правительство из солидного по меркам развивающихся экономик заемщика с инвестиционным кредитным рейтингом в изгоя долговых рынков категории Ирана или Венесуэлы. Хотя внешний долг РФ остается весьма низким (примерно \$40 млрд, из которых на долю нерезидентов приходится лишь половина), отсутствие доступа к валютным резервам (за исключением активов в юанях и физического золота), полная потеря доступа к рынкам капитала развитых экономик, неуклонное ужесточение ограничений на российский экспорт в страны Запада и фактический бойкот со стороны части покупателей российских сырьевых товаров привели к исключительно сложной ситуации с денежными потоками в валюте, которую в ближайшей перспективе даже сверхвысокие цены на товары российского сырьевого экспорта не в состоянии исправить. Кроме того, за время с начала конфликта появились сомнения в готовности российского правительства выплачивать долги резидентам "недружественных" стран в свете заморозки их властями российских суверенных активов.

Вместе с тем российские власти своевременно предприняли шаги по выплате купонов по долларовым облигациям, подлежащих уплате 16 марта (в сумме на \$117,2 млн) и заявили о намерении в случае невозможности произвести выплаты в долларах перечислить держателям в западных юрисдикциях эквивалент соответствующих сумм в рублях. Выпущенная специальным агентством Минфина США (Office of Foreign Assets Control, OFAC) лицензия No 9A разрешает американским юридическим лицам оказывать содействие в процессе обслуживания российского суверенного долга (по крайней мере, до истечения срока этой лицензии 25 мая с.г.). Однако исполнение банком-агентом платежных поручений из замороженной части валютных резервов в долларах без отдельного разрешения OFAC невозможно, а платеж в любой другой валюте (в т.ч. в рублях или даже юанях) будет рассматриваться как технический дефолт. Все основные рейтинговые агентства ранее заявили о неизбежности или крайне высокой вероятности дефолта по российскому суверенному долгу. На момент выпуска данного комментария нет полной ясности в отношении источника средств для выплат по купонам 16 марта. Этот фактор может стать решающим для возможности погашения суверенных облигаций в размере \$2,1 млрд 4 апреля с.г. (выпуск Russia-2022) в том случае, если доступ РФ к ликвидным резервам останется крайне ограниченным. В данный момент мы ожидаем, что у РФ будет доступ к валютной ликвидности в достаточном объеме для обслуживания всех валютных платежей по суверенному долгу по крайней мере до окончания срока действия лицензии OFAC, и, вероятно, в течение всего 2022 г.

Перспективы продления лицензии OFAC в настоящий момент не ясны, но это практически наверняка будет политическим решением, а не просто техническим действием чиновников Минфина США. Госсекретарь США Блинкен недавно подчеркнул, что отмена санкций США против России станет возможна лишь после "необратимого" вывода российских войск с территории Украины, включая предоставление соответствующих гарантий.

Обвал цен на российский суверенный долг отражал наиболее драматичные сценарии, включая отказ эмитента платить и низкие уровни выплат в случае реструктуризации. Сейчас угроза дефолта снизилась (по крайней мере, до окончания срока действия соответствующей лицензии Минфина США 25 мая). При этом риски для инвесторов, включая операционные, остаются значительными. Это, прежде всего, углубленные процедуры комплаенс-контроля на всех промежуточных этапах, из-за которых проводки между депозитариями могут задерживаться либо вовсе приостанавливаться (как это происходит сейчас с платежами по корпоративному валютному долгу перед российскими инвесторами).

В котировки российских суверенных еврооблигаций в настоящий момент по-прежнему заложены низкие уровни выплат инвесторам в случае реструктуризации (recovery values), даже после "отскока" в течение последних торговых сессий. Это в первую очередь отражает представления инвесторов о крайне ограниченном доступе российских властей к их золотовалютным резервам, поскольку их номинальный размер даже с учетом заморозки кратно превосходит общий объем суверенного внешнего долга (около \$40 млрд). При этом в случае затягивания конфликта риски для держателей требований к правительству РФ будут усугубляться растущим кругом физических и юридических лиц, которые могут подавать иски к российским властям (потенциально включая акционеров компаний, чьи активы на территории Российской Федерации могут быть национализированы). Перспективы таких исков в значительной мере будут зависеть от законодательства и особенностей правоприменения в конкретных юрисдикциях, но само их наличие может только отдалить начало выплат держателям еврооблигаций (и уменьшить размер активов, которые могут выступать в качестве обеспечения таких требований). Даже с учетом уже существующих исключительно высоких рисков для держателей российского суверенного долга, фактор времени прекращения конфликта будет критичным: его затягивание и тем более эскалация могут лишь ухудшить перспективы платежного баланса РФ и увеличить потенциальный размер исковых требований к российскому правительству.

Длительный конфликт существенно повысит вероятность полного торгового эмбарго в отношении России со стороны Евросоюза (крупнейшего торгового партнера РФ). В этих условиях даже дальнейший резкий рост цен на топливно-энергетические товары не позволит российскому внешнеторговому сальдо существенно превысить размер выплат по внешнему долгу (включая краткосрочные обязательства) в среднем по итогам года. В такой ситуации, даже при резком уменьшении оттока по импорту услуг и доходов, профицит платежного баланса резко снизится, что будет препятствовать как накоплению резервов, так и восстановлению котировок долга.

При этом позитивным знаком для держателей российского суверенного долга стали сообщения последних дней о прогрессе в переговорах о прекращении боевых действий и в перспективе - о достижении соглашения о мире.

## ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТЬ ВЕДУЩИХ ЭКСПОРТЕРОВ ВСЕ ЕЩЕ ВЫСОКА

Общий объем валютных облигаций российских корпоративных заемщиков на конец 2021 г. был близок к \$100 млрд., из которых лишь немногим более \$20 млрд приходилось на долю инвесторов-нерезидентов. Для многих российских корпоративных заемщиков заморозка большей части ликвидных резервов государства и введение жестких капитальных ограничений создают препятствия для исполнения обязательств по внешнему долгу на первоначальных условиях (что может в самых негативных сценариях привести к дефолту и необходимости реструктуризации долга). Исключением являются ведущие компании-экспортеры, обладающие валютными активами за пределами России и имеющие достаточный объем экспортной выручки, позволяющей им даже после продажи 80% своих валютных поступлений продолжать обслуживать свой долг.

Две крупнейшие энергетические компании страны (Роснефть и Газпром) осуществили крупные выплаты по внешнему долгу в начале прошлой недели, на \$2 млрд и \$1,3 млрд, соответственно, несмотря на распоряжения правительства, разрешающие выплаты кредиторам из "недружественных" юрисдикций в рублях. Среди причин называлось возможное начало проведения этих платежей до вступления данного распоряжения в силу. Более реалистичное объяснение состоит в том, что корпоративные заемщики из числа крупных экспортеров энергоресурсов все еще сохраняют доступ к определенным валютным накоплениям и готовы использовать их для предотвращения немедленного дефолта и сохранения статуса надежного заемщика. Очевидно, что такой подход указывает на ожидания относительно скорого окончания конфликта и последующего ослабления хотя бы некоторых западных санкций и российских контрмер.

В данный момент можно предположить, что те российские экспортеры, размер внешних активов которых и объем валютной выручки позволяют им покрывать первоочередные технологические потребности и осуществлять выплаты по внешнему долгу, постараются избежать дефолта. Для компаний, находящихся под контролем государства, процесс принятия подобного решения может в теории быть осложнен действиями правительства. Здесь мы исходим из того, что поддержание платежеспособности ведущих экспортеров, особенно в ключевых отраслях экономики, равно как и предотвращение риска ареста их активов или товаров, в полной мере соответствует интересам России в целом.

Что касается возможности продолжать обслуживать свой внешний долг, то для каждой отрасли и компании это будет определяться конкретными обстоятельствами, включая сохранение экспортных рынков, влияние уже введенных странами Запада санкций на российских юридических и физических лиц из числа контролируемых акционеров и ситуацию с контрагентами российских компаний в настоящий момент.

Мы ожидаем, что в отсутствие резкой эскалации конфликта и при условии

прекращения огня в течение ближайших пары недель, ведущие экспортеры углеводородов (Газпром, Лукойл), цветных металлов (Норильский Никель), черных металлов (НЛМК), алмазов (Алроса), минеральных удобрений (Уралкалий) скорее всего смогут избежать неплатежей по внешнему долгу. При этом затягивание конфликта резко повысит риск торгового эмбарго.

Ниже мы приводим список интересных с точки зрения риск/доходность бумаг компаний-экспортеров с умеренной дюрацией, цены которых заметно пострадали на фоне последних событий. Данные инструменты в теории представляют собой привлекательную инвестиционную возможность, однако лишь для ограниченного класса инвесторов (что также препятствует более заметному "отскоку" цен).

#### ПЕРЕЧЕНЬ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ РОССИЙСКИХ ЭКСПОРТЕРОВ

Облигация	ISIN	УТВт, %	Дюрация, дней	Цена, %	Купон, %	Объем в обращении, \$ млн
Alrosa, 4.65% 9apr2024, USD	XS1843441731	95,58	603,09	24	4,65	500
GMKN, 3.375% 28oct2024, USD	XS2069992258	23,06	875,77	63	3,38	750
GMKN, 4.1% 11apr2023, USD	XS1589324075	55,64	365,94	62,51	4,1	1 000
GAZPR, 5.15% 11feb2026, USD	XS1951084471	33,05	1 121,83	41,25	5,15	1 250
Eurochem, 5.5% 13mar2024, USD	XS1961080501	61,62	673,23	40,43	5,5	700
Lukoil, 4.563% 24apr2023, USD	XS0919504562	51,73	377,99	64,03	4,56	1 500
NLMK, 4.5% 15jun2023, USD	XS1405775617	84,7	427,46	44,92	4,5	434
Uralkali, 4% 22oct2024, USD	XS2010040397	87,83	764,8	19,05	4	500
Phosagro, 3.05% 23jan2025, USD	XS2099039542	59,21	925,13	26,9	3,05	500
Phosagro, 3.949% 24apr2023, USD	XS1752568144	210,3	371,38	22,29	3,95	500

Источник: Bloomberg, ITI Capital.



## КОНТАКТЫ

### Торговые операции

Михаил Дуров | Трейдер по инструментам с фиксированной доходностью | [Mikhail.Durov@iticapital.com](mailto:Mikhail.Durov@iticapital.com)

### Продажи

Александр Панфилов | Руководитель отдела продаж инструментов с фиксированной доходностью | [Aleksandr.Panfilov@iticapital.com](mailto:Aleksandr.Panfilov@iticapital.com)

### Аналитика

Искандер Луцко | Руководитель аналитического отдела, главный инвестиционный стратег | [Iskander.Lutsko@iticapital.com](mailto:Iskander.Lutsko@iticapital.com)

Ольга Николаева | Старший аналитик по инструментам с фиксированной доходностью | [Olga.Nikolaeva@iticapital.com](mailto:Olga.Nikolaeva@iticapital.com)

Станислав Юдин | Старший аналитик рынка акций | [Stanislav.Yudin@iticapital.com](mailto:Stanislav.Yudin@iticapital.com)

Елизавета Хёрн | Аналитик | [Elizaveta.Herne@iticapital.com](mailto:Elizaveta.Herne@iticapital.com)

Олег Макаров | Главный редактор | [Oleg.Makarov@iticapital.ru](mailto:Oleg.Makarov@iticapital.ru)

Представленная в настоящем документе информация подготовлена АО «ИК «Ай Ти Инвест» (далее — Компания, лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг № 045-07514-100000 от 17.03.2004 на осуществление брокерской деятельности предоставлена Центральным Банком Российской Федерации (Банком России)) и предназначена исключительно для ознакомления. Материалы, предоставленные Компанией, основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются Компанией как надежные. Компания не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность материалов, предоставленных Компанией. При принятии инвестиционных решений инвестор должен провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Материалы и сведения, предоставленные Компанией, носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Настоящий документ, включая любые его части и отдельные положения настоящего документа, не могут рассматриваться в качестве оферты (включая публичную

оферту), приглашения делать оферты, коммерческого намерения Компании заключить сделку на условиях, изложенных в документе, а также гарантий Компании в отношении последствий заключения какой-либо сделки и/или использования какого-либо инструмента. Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является формой выражения мнения Компании и/или ее сотрудников о том, отвечает ли конкретная ценная бумага или финансовый инструмент вашим финансовым и/или иным интересам. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Компания не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данных материалах. Настоящий документ, включая любые его части и положения, а также любые комментарии Компании и ее работников в отношении данного документа не могут рассматриваться в качестве консультации, совета, разъяснений Компании в отношении рассматриваемого или любых других финансовых инструментов и сделок. Любое использование информации, представленной в данном документе, включая любые части/разделы документа, допускается только на собственный страх и риск пользователя. Любое копирование и воспроизведение информации, представленной в данном документе, как в устной, так и в письменной форме, допускается только при условии предварительного разрешения (согласия) Компании. Представленная информация и мнения подлежат изменению без уведомления получателей данной информации и мнений.

### РЕКВИЗИТЫ КОМПАНИИ ITI CAPITAL:

официальное юридическое наименование АО «ИК „Ай Ти Инвест“». ИНН: 7717116241, КПП 770301001, юридический адрес: 123112, г.Москва, Пресненская наб., д.10, этаж 13, пом.1, ком. 1-51

### ТЕЛЕФОН:

(495) 933-32-35 | 8 800 200-32-35

### ОФИЦИАЛЬНЫЙ САЙТ:

<https://www.iticapital.ru/>