Департамент развивающихся рынков Commerzbank Group

Майкл Ганске,
глава департамента

Марина Власенко,
ведущий кредитный аналитик по развивающимся рынкам

ИНТЕРЕС к российским активам РАСТЕТ

ГЛАВА ДЕПАРТАМЕНТА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ COMMERZBANK GROUP МАЙКЛ ГАНСКЕ И ВЕДУЩИЙ КРЕДИТНЫЙ АНАЛИТИК ПО РАЗВИВАЮЩИМСЯ РЫНКАМ COMMERZBANK GROUP МАРИНА ВЛАСЕНКО РАССКАЗАЛИ В ИНТЕРВЬЮ ЖУРНАЛИСТУ CBONDS REVIEW О ТОМ, КАК СЕГОДНЯ ИНВЕСТОРЫ ЗА РУБЕЖОМ ОЦЕНИВАЮТ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ КЛИМАТ В РОССИИ, ЕСТЬ ЛИ ПЕРСПЕКТИВЫ У РЫНКА РУБЛЕВЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ И КАКОВЫ ДАЛЬНЕЙШИЕ ПЛАНЫ ИНОСТРАННОГО БАНКА ПО РАЗВИТИЮ БИЗНЕСА В СТРАНАХ СНГ.

По итогам 11 месяцев 2009 года Commerzbank Group вошел в топ-20 организаторов эмиссий международных облигаций по версии Dealogic. Рассчитываете ли вы улучшить свои позиции в этом году?

М.Г.: Как вы, вероятно, знаете, сейчас Commerzbank Group объединяется с Дрезднер Банком. Новая структура находится в процессе становления, ее стратегия еще только формируется. Без сомнения, мы стремимся стать более активным игроком на мировых рынках. Здесь все зависит от ситуации в ключевых экономиках и нашей глобальной бизнес-стратегии, которая на данном этапе определяется процессом интеграции. Мы остаемся активным участником рынка еврооблигаций, но рассматриваем его как одну из областей наших интересов. Так, в центре внимания для нас сегодня оказываются, например, банковские услуги для корпоративных и частных клиентов.

В чем вы видите основные конкурентные преимущества банка на рынках долгового капитала?

М.Г.: Как немецкий банк мы более активны на рынке еврооблигаций в евро по сравнению с рынком

долларовых облигаций, поэтому сейчас обсуждаются потенциальные возможности расширения нашей деятельности на рынке долларовых бондов. Еще раз повторю, сейчас мы перестраиваем бизнес-стратегию, а значит, в будущем возможно расширение сферы нашей деятельности.

География ваших интересов тоже будет меняться?

М.Г.: Мы являемся региональным банком и позиционируем себя в качестве одного из лидеров в Германии и в Западной Европе в целом, наше внимание также сосредоточено на Восточной Европе и СНГ. У нас есть несколько отделений в Польше, а также в Украине, России и других странах СНГ с представительствами в Москве, Новосибирске, Киеве, Алма-Аты, Баку. Кроме того, новым для нас стало азиатское направление: сейчас мы активно расширяем операции в Азии.

В каком направлении, на ваш взгляд, будут развиваться долговые рынки развивающихся стран?

М.Г.: На протяжении последнего квартала 2009 года свои еврооблигации могли выпускать только компании с высоким рейтингом, а также квазисуверенные и суверенные эмитенты. Однако если проанализировать итоги работы на рынке облигаций в 2009 году, то мы увидим, что объем размещений был самым высоким за всю его историю. По нашему мнению, эта тенденция сохранится и в 2010 году, так как мировая конъюнктура будет оставаться благоприятной. Как известно, на подходе большие объемы эмиссий, в том числе из России, поэтому мы прогнозируем очень высокий уровень активности.

Как повлиял «дубайский инцидент» на отношение инвесторов к рынку еврооблигаций ЕМ? Какие потенциальные риски для заемщиков и инвесторов на нем сегодня существуют?

М.Г.: Вне всякого сомнения, инвесторы теперь ясно понимают, что декларируемая эмитентом гарантия государства не всегда есть реальная гарантия. Поэтому если компания является квазисуверенной, это не значит, что она может рассчитывать на государственную поддержку. Участники рынка знали об этом и раньше, но ситуация с Dubai World стала классическим случаем. Одним из последствий этого станет пересмотр прайсинга: облигации, выпускаемые под неявные госгарантии, будут размещаться с более высокой премией, чем бумаги с явной госгарантией.

Как за последний год изменилось отношение международных инвесторов к России?

М.Г.: Я полагаю, что за последние месяцы 2009 года интерес к российским активам значительно вырос. В России все еще существуют серьезные проблемы в банковском секторе. Очевидно, что страна вышла из рецессии, но не вернулась на путь роста, хотя и обладает большим потенциалом. С одной стороны, мы имеем более высокие цены на нефть, что приводит к улучшению макроэкономической картины, текущей ситуации с налоговыми поступлениями и формированием международных резервов, исчезли опасения относительно девальвации рубля. Кроме того, сегодня мы видим новую геополитическую картину: администрация США готова сотрудничать с Россией и стремится найти пути эффективной перестройки отношений между Россией и Западом. Эти факторы важны для инвесторов. Не секрет, что Россия всегда отличалась политической нестабильностью, будь то война в Грузии или ситуация со сменой президентских команд. На данном этапе все эти вопросы более или менее разрешены. Я полагаю, что инвесторы начинают больше внимания обращать на фундаментальные показатели. А они в России значительно улучшатся, по нашим прогнозам, уже в первом квартале этого года. По моему мнению, после событий последних полутора лет российские власти осознали, что высокая степень зависимости от цен на нефть и энергоносители является серьезным недостатком экономики. Она должна быть более диверсифицированной. Руководство страны, долговое время говорившее о диверсификации, так и не приступило к решению данной проблемы. Однако, по нашим ощущениям, на уровне властных структур существует понимание того, что пора отказаться от понятия стратегической отрасли промышленности, она должна стать более открытой. Существует необходимость сдвига в сторону технологии. Нужно также позволить международным игрокам инвестировать в определенные ключевые отрасли экономики. Это станет очень серьезной задачей на будущее.

Может ли что-то еще стимулировать спрос?

М.Г.: Я думаю, самым важным фактором является верховенство закона. Всегда остается вопрос, насколько защищены инвестиции и насколько справедлива система. Если инвесторы понимают, что уровень надежности высокий и можно вкладывать деньги на определенный период без риска потерять инвестиции, это становится ключевым фактором. Однако для этого действительно потребуется время, так как вопрос не только в том, какие законы нужно принять, но и в том, насколько успешно работают новые ограничения, насколько справедлив закон. Это длительный процесс, здесь нужны реальные примеры и доверие.

Как вы оцениваете сделки для заемщиков из СНГ, проведенные банком на международном рынке капитала за последний год? Какие из них вам кажутся наиболее удачными?

М.В.: Я полагаю, что на рынке еврооблигаций наиболее успешными были эмиссии российско-казахстанского Евразийского Банка Развития, «Газпрома», а также выпуск еврокоммерческих бумаг «Алросы». На рынке синдицированных кредитов сделкой, открывшей рынок для заемщиков из банковского сектора, стала синдикация, организованная для МДМ-Банка. Подписка по кредиту превысила запланированный объем. Это говорит о том, что первичный рынок восстанавливается, и мы уже видим сделки таких банков, как АК БАРС Банк, НОМОС-БАНК, Татфондбанк. На рынок выходит здоровый второй эшелон, и делает это довольно успешно.

Как вы считаете, насколько интересной может стать сделка по выпуску евробондов РЖД на 30 млрд руб.?

М.В.: Давайте посмотрим на нее с двух сторон. С одной стороны, кредитный профиль РЖД значительно ухудшился на фоне кризиса. С другой стороны, транспорт и инфраструктура являются сейчас одними из ключевых отраслей в России, и я полагаю, что РЖД получит от государства значительные капиталовложения. Это стратегически важная компания, пользующаяся поддержкой государства, к тому же не представленная на рынке еврооблигаций. Как правило, рублевые евробонды используются зарубежными инвесторами лишь как инструмент, дающий доступ к рублевому риску. А в текущих условиях рубль — довольно популярная валюта, принимая во внимание недавнее укрепление его курса. Поэтому эмиссия может быть использована именно как инструмент валютного рынка, как это было до кризиса, когда рублевые еврооблигации были очень популярны в большей степени из-за привязки к валютному, нежели кредитному риску. Так как РЖД государственная компания, чье кредитное качество близко к страновому риску, ее облигации представляют собой привлекательный инструмент: вы несете минимальные кредитные риски и получаете привлекательный потенциал роста, связанный с валютной составляющей. На мой взгляд, здесь также существует некоторая возможность хеджирования рисков с помощью CDS.

Это значит, что у рынка рублевых еврооблигаций неплохие перспективы?

М.Г.: Я полагаю, инвесторы, вкладывающие в развивающиеся рынки, готовы делать ставки не только на спреды, но и на валюту, поэтому рынок еврооблигаций в национальной валюте является очень привлекательным, особенно для России. В связи с существовавшими какое-то время назад опасениями по поводу обесценивания рубля сейчас инвесторы настроены более скептически, чем до кризиса. Однако на фоне улучшающейся конъюнктуры рынка они чувствуют, что снова появился потенциал для роста. Это не только российский феномен, но тенденция развивающихся рынков в целом. Мы полагаем, что валюты стран с развивающимися рынками будут укрепляться. Таким образом, покупка рублевых облигаций — простой способ получить доступ к рублевому риску в дополнение к кредитному. Альтернативным вариантом является открытие счета в местном банке, что довольно сложно в российских условиях. Не все инвесторы готовы проходить через эту процедуру. Для них существует рынок еврооблигаций в национальных валютах.

В чем принципиальные отличия организации займов на рынке развитых и развивающихся стран?

М.Г.: Развитые рынки обладают большей ликвидностью, инвесторам предлагаются более значительные объемы эмиссий, на этих рынках активны ключевые фонды, на торги облигациями в основном оказывают влияние фундаментальные показатели, такие как индекс потребительских цен, ВВП и другие. Если мы говорим о развивающихся рынках, то помимо низкого уровня ликвидности серьезным сдерживающим фактором является кредитный риск, так как эти страны имеют более низкий рейтинг. Далее следуют все структурные факторы, такие как наличие структурных нарушений, например политическая нестабильность на Украине, и так далее. Подразумевается, что при инвестировании в развивающиеся рынки более важна процедура due diligence. Все просто: если вы инвестируете в государственные облигации Германии или интересуетесь казначейскими облигациями США, вам всего лишь нужно взглянуть на макроэкономические показатели, однако если вы вкладываете в развивающиеся рынки, важно сосредоточиться на деталях, проанализировать структуру изменений на рынке.

Какие новые инструменты долгового рынка были в последнее время использованы банком в ответ на смену настроений инвесторов?

М.Г.: Мы стараемся предоставлять инвесторам возможность доступа к кредитному риску компаний, у которых нет еврооблигаций. Как правило, Commerzbank поступает следующим образом: выступает оригинатором по займу, затем упаковывает его в виде кредитных нот (CLN) с покрытием или без, что дает инвесторам возможность получить определенный кредитный риск. Это направление бизнеса, в котором у Commerzbank есть конкурентные преимущества, так как мы активно работаем в своем регионе, СНГ и Восточной Европе, и у нас есть большой опыт в этой области. Вторым очень важным инструментом является CDS. С точки зрения структуры этот инструмент не менее важен для нас, чем присутствие на рынке облигаций. Таким образом, мы не позиционируем себя как основной источник ликвидности (то, что делает, к примеру, Deutsche Bank или JP Morgan), но считаем себя нишевым игроком, который имеет обширные знания в области технологий структурирования сделок.

М.В.: Среди наших клиентов очень популярны, например, определенные синтетические инструменты, привязанные к кредитному и валютному рискам, а также рискам, связанным со ставками. Это может быть комбинация из облигаций «Газпрома», «Алросы» плюс компонент, связанный с валютой или ставками. Подобные сделки очень интересны состоятельным клиентам, в том числе из России.

Как по-вашему, есть ли у рынка синдицированного кредитования шансы на быстрое восстановление?

М.Г.: Я думаю, в краткосрочной перспективе они невелики. Способность банков организовывать кредиты и принимать на себя риски до сих пор серьезно ограничена. В этом и состоит основная проблема. Для всех банков, получивших помощь государства, одним из требований является снижение уровня риска и расчистка балансов. А значит, рынок синдикаций еще в течение нескольких месяцев будет довольно неактивным. Это является положительным моментом для рынка еврооблигаций как альтернативы синдицированным кредитам в краткосрочной и среднесрочной перспективе.