Ситибанк является одним из тех немногих «иностранцев» в России, чье «приключение» на внутреннем рынке инвестиционно-банковских услуг оказалось очень удачным и с успехом продолжается до сих пор. Несмотря на встряски, которые за последние два года пережил российский облигационный рынок, Ситибанку удавалось стабильно держаться в десятке крупнейших игроков. В интервью Cbonds Review начальник валютно-финансового управления по России, СНГ и Израилю Ситибанка Юджин Белин рассказывает о том, будет ли меняться стратегия «американца» в России, рассуждает о главной беде российской экономики, судьбе евро и анализирует возможные сценарии выхода из кризиса для еврозоны.

«В России мы всегда были консерваторами»

Юджин БЕЛИН,
начальник валютно-финансового управления по России, СНГ и Израилю, Ситибанк

— Говоря словами классика современной русской литературы Сергея Довлатова, «кризис — явление стабильное». Как по-вашему, можно ли считать последний финансовый кризис завершенным? Каков ваш прогноз в отношении перспектив восстановления мировых финансовых рынков?

— Финансовые рынки обладают хорошей способностью адаптироваться. Если вспомнить, в каком состоянии они находились к концу 2008 — началу 2009 года, то, безусловно, можно сказать, что кризис закончился. Тем не менее, последние два месяца показали, что все отнюдь не так гладко, как могло показаться, и возникли новые опасения по поводу того, как будет развиваться ситуация в мировой экономике в дальнейшем. Те экстраординарные меры, которые приняли правительства во всем мире, в том числе в еврозоне, привели к серьезному ухудшению финансового положения этих стран, которое усугублялось сильным экономическим спадом. Проблемы в Греции остро поставили вопрос о том, готовы ли другие страны Евросоюза поддерживать одного из членов альянса. В первую очередь Германии трудно было на политическом уровне принять решение о том, что поддержка будет безусловной. Если бы такое заявление было сделано три-четыре месяца назад, возможно, антикризисные меры обошлись бы Европе гораздо дешевле.

> «Сегодня для всех очевидно, что евро является монетарным, а никак не фискальным и политическим союзом»

Возвращаясь к вашему вопросу, можно констатировать, что в острой фазе кризис закончился, но теперь рынкам предстоит длительный период адаптации. В конце концов, огромные бюджетные дефициты стран Европы не могут существовать бесконечно. Возникают опасения по поводу того, как они будут сворачиваться, как это отразится на темпах экономического роста, состоянии банковских балансов, в первую очередь Европы, так как основными держателями греческого долга являются банки Германии и Франции.

— Выходит, что тех мер, которые были предложены ЕС, окажется недостаточно, чтобы стабилизировать ситуацию?

— Эти меры были необходимы, так как позволили предотвратить назревающий коллапс. Но очевидно, что сами по себе они не решают глобальную проблему. Невозможно урегулировать вопрос с задолженностью, выпустив новые долги. Это лишь позволяет стабилизировать в моменте острую проблему.

С другой стороны, если мы посмотрим на то, что произошло после принятия пакета, то увидим, что ряд стран приняли раз-

личные меры по сокращению расходов бюджета. С подобным пакетом вышла Испания, чуть позже о намерении снижать расходы объявила Италия. Это показывает, что пока государства намерены из этого кризиса выходить путем сокращения расходов и увеличения налогов. Но это очень длительный процесс. Неудивительно, что многие инвесторы ставят под сомнение его успешность. Возьмите в качестве примера Грецию: тех кредитов, которые получила страна еще до принятия основного пакета, достаточно для того, чтобы она не выходила на рынки капитала около трех лет. Сейчас долг Греции находится на уровне 130% ВВП и увеличится до 150%. С учетом того что прогнозировать быстрый рост ее экономики сейчас бессмысленно, очевидно, что обслуживать такой объем долга страна не сможет. В конце концов это станет чересчур тяжелым бременем для государства. Поэтому многие считают, что в той или иной форме реструктуризация греческих долгов неизбежна. Вопрос в том, когда она произойдет и кто будет являться держателем греческих долгов к тому моменту.

— То есть дефолт Греции неизбежен?

— Не думаю, что возможен неконтролируемый дефолт. Но какая-то реструктуризация последует. Трудно представить, как Греция может снизить такое долговое бремя: спровоцировать инфляцию и девальвацию страна не может, так как является членом еврозоны. У нее остается только один способ — снижать издержки и повышать налоги. Мы все видели, насколько болезненным является этот процесс для широких слоев греческого населения. Неудивительно, что у рынка сохраняются определенные сомнения по поводу того, как эта ситуация в итоге разрешится.

— Разделяете ли вы мнение о том, что евро как мировая валюта потерпел поражение?

— Это очень хороший вопрос. Действительно, в стрессовой ситуации многочисленные недостатки евро всплыли на поверхность: сегодня для всех очевидно, что евросоюз является монетарным, а никак не фискальным политическим союзом.

Посмотрите на страны, где существуют монетарные союзы, например Соединенные Штаты Америки. Там тоже есть богатые и бедные штаты. Есть штаты с высокой и низкой продуктивностью труда. Но в США существует единая фискальная система, идут огромнейшие трансферты от богатых штатов к более бедным через федеральную систему налогообложения. В Европе это было запрещено. Между тем, там тоже существуют северные страны, такие как Германия, Голландия, Бельгия, где высокая продуктивность труда и уровень сбережений населения, а есть Южная Европа, где продуктивность труда гораздо ниже и население не склонно к сбережениям. Когда эти страны имели отдельные валюты, проблема решалась довольно просто. Их правительства постоянно девальвировали свои валюты против немецкой марки, при этом экономики характеризовались довольно высоким уровнем инфляции. В рамках еврозоны это стало невозможно. Теперь возникает вопрос: что же будет с системой в будущем? Насколько страны еврозоны смогут адаптироваться к новым условиям и в какой-то мере пойти на федеральную систему? Я думаю, что по разным причинам электораты европейских стран будут не готовы к таким нововведениям. Немецкий электорат не хочет делать большие трансферты на Грецию и Испанию. Греческие власти не согласны с тем, чтобы немцы диктовали им, как строить свою фискальную политику. Сейчас Европа пытается все эти вопросы решить. У меня нет стопроцентной уверенности в том, что в конце концов евросоюз распадется. Политическая воля сохранить еврозону довольно-таки сильная. Есть вероятность, что через год, два, три, когда европейский электорат устанет от болезненных стабилизационных мер и к власти в разных странах начнут приходить партии, которые скептически настроены по отношению к евросоюзу, начнется новый виток проблем. Но на данном этапе Европа, на мой взгляд, выберет путь работы над ошибками, исправления недостатков ЕС.

> «ЕСЛИ ЦЕНА НЕФТИ ОПУСТИТСЯ ДО $50–55, ЭТО СТАНЕТ ОЧЕНЬ ТРЕВОЖНЫМ СИГНАЛОМ ДЛЯ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ»

— Гипотетически возможен такой сценарий, при котором страны Европы откажутся от единой валюты?

— Теоретически это возможно, но очень сложно достижимо на практике. Отказаться от евро и вернуться назад — это ужаснейшая проблема, которая связана с множеством неопределенностей. Как я уже говорил, когда происходит закручивание гаек на уровне бюджета, это влияет на рост экономики. Если бы Греция росла, скажем, на 10% в год, то быстро смогла бы решить свои проблемы с долгом. А так как сейчас расходы бюджета сокращаются, рост будет более медленным. Это тоже отражается на позициях евро. В то же время, европейская валюта получает некоторую компенсацию: чем больше евро падает, тем лучше для Европейского союза как экспортера. Не секрет, что Германия является вторым после Китая экспортером, германский бизнес очень конкурентоспособный. Чем ниже евро, тем лучше для страны. Так что есть некий позитив в том, что сейчас происходит на валютном рынке.

— Пока бушуют страсти вокруг европейской валюты, доллар временно выпал из поля зрения участников рынка. Насколько убедительными вам кажутся темпы восстановления американской экономики?

— Действительно актуальный вопрос, насколько то восстановление экономической деятельности, которое мы наблюдаем в Штатах, является самостоятельной фазой, а не лишь следствием колоссальных вливаний в экономику страны со стороны Федеральной резервной системы, правительства. На мой взгляд, даже несмотря на то что власти США начинают постепенно сворачивать масштабные программы финансовой помощи, экономика страны продолжит показывать рост. Американские банки были агрессивно поддержаны государством, но сейчас они серьезно подняли достаточность капитала. Проведена реструктуризация в автопроме, рынок жилья начинает восстанавливаться. Американские корпорации показывают неплохой результат: у них хорошие показатели ликвидности, эти компании провели масштабную реструктуризацию, уменьшили расходную часть, в том числе за счет больших сокращений. В результате эффективность бизнеса значительно выросла. Я думаю, что этот рост продолжится.

Неслучайно в конце мая OECD (Организация экономической кооперации и развития) улучшила свои прогнозы по экономическому росту во всем мире. Как ни парадоксально, несмотря на то что финансовые рынки чувствуют себя плохо, реальные показатели продолжают улучшаться, причем не только в Америке, но и в Европе.

— В мае очередную встряску пережил рынок нефти. Каков ваш взгляд на развитие ситуации на сырьевых рынках? Что будет с ценами на нефть?

— То падение на рынке нефти, которое мы наблюдали в мае, когда за две недели цены снизились примерно на 20%, является очень плохим признаком для российской экономики. Премьер-министр РФ Владимир Путин сказал о том, что для России цена нефти на уровне $70–80 — это очень комфортный уровень. Наши экономисты высказывают мнение о том, что комфортный уровень находится даже чуть ниже — на уровне $65. Но динамика цен и та огромная волатильность, которая наблюдается на рынке, вызывает опасения. Если цена опустится до $50–55, это станет очень тревожным сигналом для российской экономики. Отношение иностранных инвесторов к ней очень сильно зависит от цен на сырье. Если нефть будет дешеветь, инвесторы начнут уходить из рубля, корпораты будут сворачивать инвестиционные проекты.

Если бы удалось зафиксировать цену нефти на уровне $65, по крайней мере, на год-два, это крайне положительно сказалось бы на состоянии российских финансов: уменьшило давление на курс, позволило ЦБ покупать меньше валюты, обеспечило умеренные темпы роста денежной массы и уровня инфляции, создало больше стимулов для диверсификации экономики, избавления от сырьевой зависимости.

Как не раз отмечали наши экономисты, гарантировать бюджет из расчета доходов от продажи сырья само по себе неправильно, потому что сырье является неким активом. На это обратил внимание и премьер Владимир Путин, отметив, что нужно серьезно пересмотреть бюджет, который очень сильно распух за последние пять лет. Это произошло из-за того, что в течение длительного времени Россия получала большие доходы из сырьевого сектора. Кризис показал, насколько нестабильным может быть эта ситуация.

— На данном этапе реальные показатели в российской экономике внушают вам оптимизм?

— Мы не совсем понимаем цифры, которые пришли из Росстата: он поменял базу 2009 года, но пока еще не огласил методику. Поэтому не вполне ясно, почему рост по итогам первого квартала оказался таким маленьким, несмотря на то что другие показатели демонстрируют неплохую динамику. Если игнорировать цифру Росстата, то можно увидеть, что российская макроэкономика сейчас демонстрирует очень хорошие показатели, инфляция продолжает снижаться, рост ускоряется. Мы видим, что доходы населения увеличиваются, значит потребительский спрос тоже будет восстанавливаться. Компании начинают инвестировать в новые проекты. Если цена нефти будет оставаться стабильной, я вижу неплохие перспективы для российской макроэкономики по итогам года.

> «СКОРО ВЫ УВИДИТЕ НОВЫЕ СДЕЛКИ ПО СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В РОССИИ, В ТОМ ЧИСЛЕ С УЧАСТИЕМ CITI»

— Какие инвестиционные идеи сейчас, в условиях напряженности на мировых рынках, владеют умами инвесторов?

— Мы наблюдали достаточно большую фазу снятия рисков, когда инвесторы весьма агрессивно ликвидировали позиции в рискованных активах. Этот процесс будет какое-то время продолжаться. Сейчас неопределенность на рынках увеличилась, все индексы волатильности сильно выросли. Мы должны найти некую точку стабилизации, чтобы рынок успокоился. Пока он очень нервозно реагирует на любые новости: к примеру, когда не так давно Банк Испании сообщил о переходе одного из региональных испанских банков CajaSur под контроль ЦБ страны, это добавило негатива на рынки, хотя все давно и открыто обсуждали проблемы, существующие в банковской системе страны. Все это говорит о том, что в ближайшее время инвесторы будут вести себя осторожно. Сегодня они готовы покупать дороже, но в том случае если будут обладать уверенностью в том, что рынок останется стабильным. Многие инвесторы на текущем этапе предпочитают избегать стратегии покупки на дне, так как опасаются риска попасть в следующую фазу негатива.

— А каково отношение к российскому риску на этом фоне?

— Все, о чем я говорю, актуально и для российского рынка. Инвесторы сейчас стремятся избегать риска. В последнее время очень сильно упали российские еврооблигации. Рублевые облигации пока еще поддерживаются большой ликвидностью. Кроме того, мы ожидаем, что ЦБ, возможно, еще раз снизит ключевые ставки, так как динамика инфляции является благоприятной. Все это обеспечивает поддержку локальному рынку, тогда как внешний рынок находится под давлением. С нашей точки зрения, самыми привлекательными на локальном рынке сейчас являются более короткие бонды сроком обращения до трех лет и самые надежные — суверенные бумаги, облигации Москвы и выпуски квазисуверенных заемщиков. Эти бонды имеют привлекательные доходности по сравнению с прежними уровнями, их можно фондировать довольно-таки дешево.

— Какова нынешняя стратегия формирования собственного портфеля ценных бумаг CITI? Как представлен в нем российский долговой рынок? Каким образом был скорректирован подход к выбору инструментов для инвестирования в связи с кризисом?

В России мы всегда придерживались очень консервативной стратегии. Вы можете это увидеть по нашим балансам, по уровню достаточности капитала и списку клиентов, с которыми CITI работает в России. Мы по-прежнему считаем, что российские суверенные облигации на внутреннем рынке привлекательны. Сейчас мы предпочитаем более короткие бумаги, потому что выросла неопределенность в отношении динамики инфляции в России. Мы видим, что за последнее время очень сильно выросла монетарная база из-за того, что бюджет в дефиците и финансовые власти тратят средства Стабфонда. Кроме того, ЦБ покупал очень много долларов через интервенции на рынке, рубль сильно укреплялся. В какой-то мере это может дать сильный инфляционный толчок через полгода. Нынешняя фаза снижения ставок и сокращения инфляции,

возможно, подходит к концу. Исходя из этих соображений, мы отдаем предпочтение более коротким бондам.

— Какая доходность инвестиций в облигации в нынешних условиях для вас интересна?

— Если смотреть на трехлетние ОФЗ, то 7% в моменте — это интересная для нас доходность.

— Вы можете назвать несколько имен российских эмитентов, чьи облигации есть в вашем портфеле?

— Я уже говорил, что мы преимущественно предпочитаем суверенные бумаги. У нас в портфеле есть облигации некоторых компаний — в основном «голубых фишек», но очень точечно и в небольших объемах.

— Давайте поговорим об активности CITI на рынке организации первичных размещений облигаций. Последний год, несмотря на катаклизмы на рынке, CITI стабильно держится в десятке организаторов. Есть ли амбиции улучшить свои позиции?

— Нужно понимать, что на российском рынке есть ряд сильных игроков, которые имеют большие ресурсы. Поэтому, работая в России, мы стремимся делать акцент на наших преимуществах. В первую очередь, это широко диверсифицированная база инвесторов, как российских, так и иностранных, и фундаментальный подход к работе в отличие от некоторых других участников рынка, чьи позиции крайне нестабильны: сегодня это все, а завтра — ничего. Мы предпочитаем развиваться плавно и последовательно, предлагая нашим клиентам весь спектр качественных услуг.

— Три года назад в интервью нашему журналу вы говорили о том, что CITI планирует сделать ставку на услуги в сфере секьюритизации активов. Есть ли перспективы восстановления у этого сектора?

— Этот сегмент не умер, он перешел в другую стадию развития. В отличие от западного рынка, где в 2007 году бизнес, связанный с секьюритизацией, рос колоссальными темпами, в России этот рынок никогда не показывал таких объемов.

Сама технология секьюритизации не умрет, этот инструмент будет жить, у него есть будущее. Скоро вы увидите новые сделки по секьюритизации в России, в том числе с участием CITI.

— Как вы оцениваете текущее состояние российского банковского сектора? Какое количество банков, по-вашему, является оптимальным для российской банковской системы? 30 или 300, например?

— 30 банков для России, я думаю, недостаточно (улыбается)… Возможно, цифра 200 является оптимальной. Если посмотреть на список финансовых институтов, действующих в России, то окажется, что банков, выполняющих реальные банковские функции, окажется не больше 200. Не могу комментировать ситуацию с мелкими банками, так как они существуют в несколько ином измерении.

— Рынок инвестиционно-банковских услуг вам, безусловно, ближе. Как изменилась картина на нем после кризиса? Будет ли меняться расстановка сил в ближайшие годы? Как чувствуют себя иностранные банки в этих условиях?

— Я хочу сразу отметить, что хотя Citi в России является банком с иностранным капиталом — дочерним банком Citigroup, но он подчиняется российским регулирующим органам (ЦБ) и в этом отношении является российским юридическим лицом, как и другие участники этого рынка.

Понятно, что кризис сильно ударил по банковской системе, многие банки столкнулись с необходимостью радикально менять свою стратегию, особенно те игроки, которые занимали деньги за границей в долларах и кредитовали российский потребительский сектор в рублях. Им пришлось начать развивать локальную базу депозитов для фондирования и сжимать свой портфель. Большинство участников рынка сделали это и выжили, а сейчас в какой-то мере возвращаются к росту.

CITI в период кризиса продолжал работать со своими основными клиентами, оказывая поддержку тем из них, кому она была необходима. Наша задача — быть постоянным партнером. В кризис мы не потеряли клиентов, может быть, в какой-то мере сузили круг потенциальных партнеров, но сохранили наработанные связи.

Мы являемся одним из самых крупных игроков на рынке FX. У нас обслуживается много международных организаций, CITI работает с крупнейшими европейскими компаниями. В этом плане, кризис не изменил нашей стратегии.

Российский банковский сектор можно разделить на банки с госучастием и частные финансовые институты. Госбанки получили в кризис огромную поддержку от государства, в свою очередь поддержали российский бизнес, завоевав дополнительную долю рынка. В сегменте частных банков произошла определенная консолидация (ярким примером является слияние МДМ Банка и УРСА Банка). Вся банковская система в какой-то степени сжалась, поскольку пришлось обеспечивать большую достаточность капитала, обрабатывать невозврат по кредитам. В целом, российские банки прошли этот кризис достойно. Проблемы отдельных игроков решались достаточно оперативно, это никак не сказалось на ситуации в системе в целом. Кардинального изменения структуры российского банковского сектора не произошло.

— Пришлось ли вам пересматривать тарифную политику? Насколько часто вам как достаточно крупному игру приходится сталкиваться с таким явлением, как демпинг?

— Такая проблема существовала и будет существовать. Конкуренция в банковском секторе довольно высокая, каждый пытается выиграть долю рынка у своих конкурентов. Я бы не сказал, что сейчас эти процессы обострились. Давление на тарифы со стороны клиентов и конкурентов наблюдалось всегда. Мне не кажется, что на данном этапе на рынке наблюдается какой-то перегрев, как, например, это было в 2007 году, когда очень стремительно рос банковский сектор, особенно в сегменте потребительского кредитования.

— Какой стратегии инвестирования придерживаетесь вы лично как частный инвестор?

— Я, как и банк, в котором я работаю, являюсь довольно консервативным инвестором. Основные инвестиции находятся в недвижимости в Англии, где я живу. Кроме того, вкладываю средства в высоконадежные облигации.

Мне кажется, что российский рынок на длинном горизонте очень перспективен. Наверное, самый взвешенный подход — покупать понемногу и только самые надежные инструменты.

Беседовала
Антонина Тер-Аствацатурова