Уильям УИВЕР, управляющий директор, руководитель подразделения по работе с рынками долгового капитала в России и СНГ, в странах Центральной и Восточной Европы, Ближнего Востока и Африки (CEEMEA), Citigroup

«Иностранцы стали лучше понимать российский рынок»

В интервью Cbonds Review управляющий директор, руководитель подразделения по работе с рынками долгового капитала в CEEMEA Citigroup Уильям Уивер рассуждает о том, почему за последние 10 лет иностранные инвесторы стали проще относиться к российским политическим рискам, как вышло, что Citi не оказалось в числе лид-менеджеров предстоящей суверенной сделки по выпуску еврооблигаций России, почему не стоит воспринимать ситуацию в секторе евробондов EM как формирующийся пузырь, а лучше считать это простой нормализацией рынков и как DCM-бизнес крупнейших инвестдомов будет адаптироваться к новому монетарному климату.

— Как бы вы описали уникальные черты долгового рынка региона CEEMEA[1], который покрываете?

— Прежде всего я бы отметил, что CEEMEA — очень разнородный регион и все рынки Центральной Европы, Ближнего Востока и Африки отличаются друг от друга. Думаю, наш успех здесь связан именно с тем, что мы очень хорошо знаем каждый отдельно взятый локальный рынок. Citigroup работает в России, а также имеет представительства в 16 странах Африки, на Ближнем Востоке и в большинстве стран Центральной Европы. Каждая из этих экономик имеет свою историю. Центральная Европа — зрелый и понятный рынок, однако рост этого рынка связан с Евросоюзом, что в силу объективных причин подразумевает умеренные темпы роста. А вот с Африкой все наоборот: страны Африки южнее Сахары являются зарождающимися пограничными рынками с большим потенциалом роста. Мы уникальны с точки зрения присутствия на локальных рынках всех этих стран, и наше собственное понимание этих рынков помогает нам правильно предлагать и продавать региональные компании нашей международной базе инвесторов.

В прошлом году Citi занял первое место как организатор облигаций в регионе CEEMEA для заемщиков из более 20 стран. Примерно $1 из $3, размещенных эмитентами этого региона, проходит через наш деск, что дает нам бесценные знания о международных покупателях бумаг компаний из данного региона.

В регионе CEEMEA значительно увеличился объем размещений и разнообразие эмитентов, получающих доступ к рынку. В 80-е годы рынки Латинской Америки и Азии были активны на протяжении многих лет, а в регионе CEEMEA рынок капитала только зарождался. Так вот, сегодня объем эмиссий в CEEMEA значительно превышает объемы размещения в Латинской Америке и Азии.

В ТРЕТИЙ РАЗ ПОДРЯД ПОЛУЧИТЬ МЕСТО ОРГАНИЗАТОРА СУВЕРЕННОЙ СДЕЛКИ БЫЛО МАЛОВЕРОЯТНО

[1] Центральная и Восточная Европа, Ближний Восток и Африка.

— У России, которая входит в СЕЕМЕА, есть своя локальная специфика? И какое место сегодня занимает наш рынок в системе ваших приоритетов?

— Россия — самый активный рынок капитала в СЕЕМЕА, поэтому мы уделяем ей много времени. Что касается различий... Размеры и масштаб России позволяют ей иметь обширный перечень компаний, имеющих мировое значение. Если в ряде более маленьких стран региона СЕЕМЕА в центре нашего внимания находится государство как потенциальный эмитент, а также, возможно, самый крупный банк и самая большая компания, то в России гораздо больше корпоративных эмитентов и банков, способных выйти на международный рынок еврооблигаций в силу своего размера и масштабов бизнеса. Приведу пример. Citigroup выступала организатором выпусков облигаций для 64 российских компаний и банков. Мы разместили дебютные облигации 43 российских эмитентов.

— За какой период?

— Наша команда работала на российском рынке долгового капитала с самого начала, когда страна выходила из кризиса 1998 года. Citi очень давно сделал ставку на потенциал российского рынка капитала, опередив всех конкурентов. После кризиса 1998 года российский рынок впервые полностью открылся в 2002 году. Тогда же мы организовали дебютный выпуск еврооблигаций «Газпрома», выступили единственным лид-менеджером по двум выпускам евробондов «Сибнефти», а также организовали дебютный выпуск ТНК еще до слияния с BP. Объем эмиссий, организованных нами в тот год, составил 70% российского рынка долгового капитала. Мы также одними из первых стали разъяснять международным инвесторам российскую кредитную историю и сохранили лидерство на российском рынке долгового капитала. В целом, для эмитентов из России и СНГ мы организовали облигаций на $99.5 млрд — почти $100 млрд!

— Как менялось восприятие российского риска за последние 10 с лишним лет? Насколько сложно его сегодня продавать международным инвесторам?

— По-моему, российский рынок стали понимать лучше. Когда инвесторы смотрят на кредитный риск, они обращают внимание на два момента. Первый — это способность выплатить долг, и второй — это желание расплатиться по своим обязательствам. Когда мы только начинали работать с Россией в 2002 году, ее рейтинг был на уровне B. Но мы всегда считали эту оценку рейтинговых агентств несколько заниженной. Ключевые кредитные показатели России всегда хорошо выглядели на фоне прочих развивающихся рынков и даже стран Большой восьмерки. Стандартные кредитные показатели, такие как долг/ВВП и уровень валютных резервов, указывают на то, что способность страны отвечать по своим обязательствам практически не должна вызывать сомнений. По прошествии времени рейтинговые агентства и рынки также стали разделять эту точку зрения. Теперь Россия имеет рейтинг инвестиционного уровня от всех трех рейтинговых агентств — BBB, и потенциально он может быть еще выше. Круг инвесторов в российские облигации расширился сопоставимо с ростом объемов эмиссий, выпускаемых российскими эмитентами.

— Как вам кажется, существует ли такая проблема, что международные инвесторы обращают внимание в первую очередь на международную политическую риторику, а не на фундаментальные показатели российских компаний? По крайней мере, российские эмитенты часто на это жалуются.

— Что именно вы подразумеваете под политической риторикой?

— В частности, если мы говорим об американском рынке, то взаимоотношения России и США очень часто влияют на решения крупных фондов.

— Вы затронули интересную тему... То, о чем вы говорите, не кажется очевидным, если посмотреть на базу держателей российских еврооблигаций и на инвесторов, покупающих российские бумаги. США остается самым крупным рынком инвесторов в российские евробонды. Поэтому подобная точка зрения не совсем верна. За последнее десятилетие многие инвесторы из США стали часто обращаться к России, и, как и мы, со временем и по мере накопления опыта они стали проще воспринимать в том числе и российские политические риски.

— Чего сегодня больше всего боятся инвесторы, инвестирующие в Россию? Или же они относятся к России просто как к одному из развивающихся рынков?

— Несмотря на расширение экономики, все еще существует явная связь между ценами на нефть и российскими спредами. Я думаю, любой инвестор в российские гособлигации будет следить за динамикой цен на нефть, однако статистика последнего времени была для страны положительной. Если посмотреть на российских корпоративных заемщиков, риски, очевидно, будут различны в зависимости от сектора. Российские металлургические и добывающие компании, а также компании из нефтегазового сектора стали сейчас значимыми мировыми игроками, и я думаю, они все еще предлагают хорошую доходность по сравнению с сопоставимыми международными компаниями из этих же отраслей.

— Как влияет на вашу работу то, что большинство высококачественных заемщиков из России являются квазигосударственными или государственными компаниями? Это скорее плюс или минус?

— На мой взгляд, когда ситуация на рынках более сложная, инвесторы в развивающиеся рынки предпочитают государственные компании. Инвесторы в облигации развивающихся рынков всегда сначала смотрят на российский суверенный риск, а затем на премии по конкретным эмитентам. Так, в этом году, проявляя повышенное внимание к банкам, таким как Сбербанк и ВТБ, инвесторы в облигации развивающихся рынков оценивают то, насколько эти эмитенты системно важны для экономики страны и близки к государству. В случае с Россией эта оценка должна оказаться положительной. Это как раз те кредитные профили, которые интересны инвесторам.

В то же время ряд заемщиков из частного сектора также смогли выйти на рынок, воспользовавшись моментом, когда инвесторы стремились получить более высокую доходность по сравнению с низкими ставками по суверенным бумагам. Благодаря этому тренду нам удалось вывести на рынок такие компании, как «ВымпелКом»,

«Северсталь», Nord Gold и «Еврохим», и все они были очень хорошо приняты рынком.

— Вы очень кстати затронули выше тему суверенного риска. Как всем известно, Россия собирается выходить на рынок еврооблигаций в 2013 году. Citi нет в числе лид-менеджеров будущей сделки. Почему?

— Вы знаете, что Россия разместила два больших выпуска еврооблигаций в долларах. В 2010 году были выпущены бумаги на $5,5 млрд, в 2012 году — еврооблигации на $7 млрд. Citi стал единственным международным банком, выступившим в роли лид-менеджера по обоим выпускам. Сделку 2010 года можно назвать дебютом России как эмитента инвестиционного уровня после ее десятилетнего отсутствия на рынке. Очевидно, наш опыт работы с суверенным эмитентом является уникальным, для нас было большой честью принимать участие в данных размещениях. Российский рынок хорошо знает о той работе, которую нам удалось проделать по этим выпускам.

У Министерства финансов РФ есть список из 23 банков, которые могут выступать лид-менеджерами по подобным эмиссиям, и ведомство должно с определенной периодичностью давать возможность другим банкам-партнерам проявить себя в деле. Мы были единственным международным банком, кого не затронула ротация при отборе организаторов для второй сделки, поэтому мы полностью осознаем то, что в третий раз подряд получить место организатора было бы маловероятно.

— Это единственная причина?

— Я не могу говорить за министерство, но, с нашей точки зрения, ситуация выглядит вполне объективно.

— Давайте от российского суверенного риска перейдем к суверенному риску в принципе. Вы уже упомянули о том, что у Citi очень большой послужной список в плане организации суверенных заимствований. В последние пару месяцев складывалась достаточно благоприятная ситуация на рынках, и мы видели ряд очень успешных суверенных транзакций, в которых Citi принимал участие. Но на рынке появились опасения по поводу того, что на развивающихся рынках создается пузырь. Разделяете ли вы подобную точку зрения?

— По-моему, очевидно, что рынки извлекли огромную выгоду из мирового избытка ликвидности вследствие количественного смягчения. Однозначным результатом количественного смягчения стал продолжительный рост котировок всех классов активов. Выиграли все: инструменты с высоким рейтингом, высокодоходные бумаги, рынки акций, золото, сырье, госбумаги... В ситуации столь низких доходностей в США инвесторы искали более высокую доходность где-то еще — и emerging markets как раз и были одним из хороших вариантов, где можно было получить повышенную доходность. Сейчас ставки начинают расти, как мы видели в последнее время, и если глобальная ликвидность (при условии, что действительно начнется сворачивание количественного смягчения) сократится, то, по логике, если исключить этот важный положительный фактор для развивающихся рынков, продавать облигации emerging markets будет намного сложнее. Но меня это не особенно беспокоит, так как, на мой взгляд, текущая ситуация — ничто по сравнению с прошлым кризисом. Можно сказать, это просто нормализация рынков. Со снижением темпов и, в конечном итоге, завершением количественного смягчения мы получим новый монетарный климат с более высокими ставками в США. Для этого есть веские основания: ускорение роста экономики Штатов, являющееся важным фактором роста мировой экономики и экономики развивающихся стран.

— Вы не опасаетесь, что к осени 2013 года рынок может перейти в режим закрытого окна и неизвестно, сколько он в таком состоянии просуществует?

— Я не считаю, что окно закрыто. На данном этапе, когда рынки переоценивают новые уровни доходности, логично, что многие инвесторы будут менее уверены при инвестировании из-за неопределенности в направлении движения ставок. Однако я не думаю, что вопрос в том, открыт или закрыт рынок. Я считаю, что рынок открыт при определенном уровне ставок, мы это проверили в последней декаде июня. Citigroup выступил лид-менеджером еврооблигаций Israel Electric Corporation, сделка была закрыта за день до нашумевшего выступления Бернанке. Мы привлекли $1.1 млрд для данного заемщика. Компания была готова предложить доходность, соответствующую текущим рыночным уровням, и хотя эта доходность выше, чем в начале апреля, она все еще находится в рамках нижнего квартиля от исторических уровней доходности. Интересно то, что за день до выступления Бернанке, когда весь рынок взял паузу и выжидал, мы, предложив правильную цену, смогли собрать книгу заявок на $2.5 млрд и привлечь $1.1 млрд для компании, представляющей развивающиеся рынки. То есть рынки открыты, если вы предлагаете правильную цену.

КЛЮЧЕВЫЕ КРЕДИТНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РОССИИ ВСЕГДА ХОРОШО ВЫГЛЯДЕЛИ НА ФОНЕ ПРОЧИХ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ И ДАЖЕ СТРАН БОЛЬШОЙ ВОСЬМЕРКИ

— Давайте еще раз вернемся к российскому рынку. За последние несколько лет ситуация на инвестиционно-банковском рынке в России изменилась. Его главной нынешней особенностью является то, что ключевыми игроками на нем выступают государственные банки. Это, в частности, привело к тому, что ряд международных инвестиционных домов сократили свой бизнес в России. Как Citi реагирует на эту тенденцию?

— Я считаю, что у нас сложились хорошие партнерские отношения с российскими банками в рамках ряда сделок, которые мы делали вместе. Мы выступали лид-менеджерами в сделках для ВТБ, Сбербанка, Газпромбанка. Мы также работали вместе с ними при привлечении финансирования для локальных заемщиков, и я считаю, что партнерство между ведущим международным домом, каким является Citi, и локальным банком — очень выигрышный формат. Местные банки привносят в сделку то, что международные банки предложить не могут.

— Что именно?

— Они хорошо знают местный рынок и эмитентов, и, рассказывая про российские компании международным инвесторам, они делают это, основываясь на непосредственном опыте работы с заемщиками. С другой стороны, задача иностранного организатора — найти международных инвесторов. Мы организуем эмиссии в России, но глобально мы также размещаем два или три выпуска облигаций в день на других рынках. В результате масштаб нашего бизнеса позволяет нам иметь 800 специалистов по продажам ценных бумаг по всему миру, которые знают международных инвесторов. Для локального банка держать такой же штат на данном этапе развития экономически невыгодно. Поэтому если совместить эти два аспекта, российские компании от этого только выигрывают. На мой взгляд, единственное, что изменилось на этом рынке, — это то, что среднее количество лид-менеджеров на одну сделку, к сожалению, значительно выросло.

— Это особенность только российского рынка? С чем она связана?

— Есть и другие рынки, где в сделках работают местные лид-менеджеры. Например, обычная практика на Ближнем Востоке, когда 5–6 банков организуют один выпуск облигаций. В некоторых случаях сделка практически напоминает кредит: каждый из местных банков выкупает какую-то часть эмиссии. В России все не совсем так, однако число организаторов растет. Если раньше речь шла про одного или двух организаторов, то сейчас не редкость сделки с участием трех или четырех лид-менеджеров. Таким образом, если вы получаете право участвовать в сделке, над которой работают пять лид-менеджеров, ваша доля участия составит 20%. Наша доля рынка — около 12–13%, но это значит, что нам нужно участвовать в каждой второй сделке, так как над каждой эмиссией работают очень много организаторов.

ЕДИНСТВЕННОЕ, ЧТО ИЗМЕНИЛОСЬ НА ЭТОМ РЫНКЕ, — ЭТО ТО, ЧТО СРЕДНЕЕ КОЛИЧЕСТВО ЛИД-МЕНЕДЖЕРОВ НА ОДНУ СДЕЛКУ, К СОЖАЛЕНИЮ, ЗНАЧИТЕЛЬНО ВЫРОСЛО

— То есть работать стало сложнее?

— Безусловно. Но у нас большая команда, и мы продолжаем инвестировать в нее, чтобы справиться с растущим объемом сделок, в которых участвуем. Как ни парадоксально, когда мы работаем над сделкой в роли единственного лид-менеджера, то делаем тот же объем работы, как в случае, когда являемся лид-менеджером совместно с другим банком. Объем работы остается одинаковым, будь то два или пять банков в числе организаторов.

— Последние два года мы наблюдали очень интересную ситуацию на рынке еврооблигаций в экзотических валютах. Какие валюты, на ваш взгляд, сейчас имеют наибольший потенциал?

— Существует ряд валют, имеющих развитый локальный рынок, некоторые из таких валют охотно покупают иностранные инвесторы. Нужно сконцентрировать внимание на рынках, где есть настоящий аппетит к локальным инструментам на рынках, которые могут предложить диверсификацию и спрос на российский риск. В этом смысле такие валюты, как сингапурский доллар, китайский юань и гонконгский доллар, предлагают хорошие возможности. Однако это маленькие рынки по сравнению с возможностями на рынке долларовых облигаций. На самом деле более интересной валютой является рубль. Ведь когда российский эмитент выпускает облигации в экзотической валюте и делает своп в рубли, это означает, что он берет на себя кредитный риск контрагента. Мы инвестировали значительные ресурсы, помогая наращивать и развивать международный аппетит к рублю, от чего, как мы надеемся, выиграют российские корпоративные эмитенты. При этом возможность расчетов по ОФЗ через Euroclear также помогает привлечь внимание большего числа иностранных инвесторов к рублю.

— Одной из основных тем этого года для России является поиск инструментов финансирования инфраструктурных проектов. Я знаю, что у Citi есть обширный опыт финансирования инфраструктурных сделок в мире. Есть ли планы участвовать в инфраструктурных проектах в России?

— Мы изучаем эту возможность. У нас есть группа по проектному финансированию, очень активно консультирующая компании по инфраструктурному финансированию. Традиционно это рынок банковских кредитов, а не облигаций. Из-за ограничений в рамках Базеля III банки столкнутся с большими сложностями в сфере кредитования долгосрочных проектов, и мы считаем, что некоторым из этих проектов теперь придется обратиться к рынку облигаций как к источнику долгосрочного капитала. Мы организовали несколько выпусков облигаций на рынке США для финансирования проектов, и сейчас мы начинаем это делать на развивающихся рынках. В России мы еще не видели таких примеров, но это потенциальный вариант эволюции данного рынка.

Беседовала Антонина Тер-Аствацатурова.
Перевод Ольги Колесниковой