Брайан Лазелл,
глава управления по работе с долговыми обязательствами, «Ренессанс Капитал»

Брайан Лазелл: «Спрос на рублевые инструменты диктуют спекулянты»

Российский облигационный рынок по-прежнему лихорадит из-за огромного оттока спекулятивного капитала, вызванного мировым финансовым кризисом. О том, как долго продлится эта лихорадка и как в дальнейшем будет вести себя рынок, в эксклюзивной беседе Cbonds Review рассказали глава управления по работе с долговыми обязательствами «Ренессанс Капитала» Брайан Лазелл и начальник отдела анализа долговых обязательств этой инвестиционной компании Алексей Моисеев.

Когда, по вашему мнению, восстановится ликвидность на российском долговом рынке?

Алексей: Мы видели данные за второй квартал по России, и эти цифры говорят о том, что показатели текущих счетов остаются весьма позитивными — примерно 5.5% ВВП во втором квартале. Однако этот профицит текущих счетов сокращается и, возможно, сойдет на нет в пределах одного года. Это значит, что ликвидность в скором времени вернется на рынок, возможно, не в тех объемах, что мы видели в начале года, но в объемах предыдущего года. Таким образом, картина ликвидности должна улучшиться в октябре-ноябре, однако в дальнейшем участникам российского рынка придется учиться жить с нейтральными процентными ставками, так как доля притока капитала в финансировании вырастет по сравнению со счетом текущих операций. Подводя итог, можно сказать, что ликвидность останется на благоприятном уровне в ближайшем будущем, но в дальнейшем она все больше будет зависеть от счета текущих операций.

Брайан Лазелл более 25 лет работает в инвестиционно-банковской сфере и на рынках долговых инструментов с фиксированной доходностью в Европе, США и Азии.

До прихода в «Ренессанс Капитал» в течение семи лет он занимал различные позиции в компании BNP Paribas. В разные годы Лазелл возглавлял управление по работе на развивающихся рынках, управление по работе на фондовых рынках в азиатском регионе, руководил управлением по работе с корпоративными долговыми обязательствами на рынке капитала в Европе. До прихода в BNP Paribas в 1998 г. Лазелл возглавлял управление по работе на развивающихся рынках банка Chase Manhattan в Европе. Ранее он занимал должность старшего менеджера по торговым операциям с ценными бумагами с фиксированной доходностью компании JP Morgan and Bankers Trust. Лазелл состоял в совете директоров ассоциации EMTA (Emerging Markets Trading Association), а также является обладателем диплома ISMA.

Какой из рынков в России восстановится быстрее — первичный или вторичный?

Брайан: На этот вопрос нет четкого ответа. Я полагаю, что глобальный кризис ликвидности продлится еще несколько недель. Алексей уже описал общее положение дел на российском кредитном рынке. Вторичный рынок стал крайне неликвидным, на нем стало сложно работать. Инвесторам трудно оценить стоимость бондов. Пока не откроется первичный рынок, рынки не стабилизируются. Для меня вопрос не в том, какой из рынков откроется раньше. Нужны первичные эмиссии, чтобы определился уровень цен на рынке. Я бы не сказал, что первичный рынок восстановится первым, но он должен работать в нормальном режиме, чтобы смог функционировать вторичный рынок.

Правы ли иностранные инвесторы в своем негативном отношении к российскому рынку? Видят ли они какие-то фундаментальные причины для того, чтобы не покупать российские бонды в данный момент?

Брайан: Я не думаю, что иностранные инвесторы негативно настроены к российским долгам. У иностранных инвесторов есть проблемы с нероссийским кредитным риском. И из-за проблем на других рынках они сократили риски по всем фронтам, в том числе и по рублю и российским долгам. Я не считаю, что иностранным инвесторам некомфортно с российским риском как таковым. Хотя Алексей, возможно, придерживается иного мнения.

Алексей: Я думаю, многие инвесторы довольно безрассудно покупали российские рублевые бонды третьего эшелона, и спрос на такие бумаги должен существенно понизиться.

Вы ожидаете дефолты на российском облигационном рынке?

Брайан: Рублевый облигационный рынок имеет структурную проблему: по многим выпускам имеются очень «короткие» пут-опционы, так что есть ряд эмитентов

второго-третьего эшелона, которым необходимо рефинансировать свои облигации, и у этих компаний часто не слишком сильные финансовые позиции. Финансовое положение компании может и не грозить дефолтом, однако если компания не сможет рефинансировать облигации из-за того, что рынки закрыты, и если она не сможет занять у банков, так как у тех нет ликвидности, тогда риск есть. Сложно предсказать, когда и какая именно компания — крупная или мелкая — объявит дефолт.

Но это будут корпоративные эмитенты третьего эшелона?

Брайан: Конечно.

Каковы, на ваш взгляд, перспективы российского долгового рынка в целом? Чего вы ждете от этого рынка в ближайшие годы?

Брайан: Перспективы хорошие. Их можно рассматривать как следствие экономического роста в России или следствие того факта, что объем долга в России все еще гораздо ниже, чем на многих других рынках, поскольку корпоративные заемщики не аккумулировали большой объем задолженности. Плюс положительное влияние на развитие долгового рынка оказывает конвертируемость рубля и то, что он был принят в качестве инструмента в системе Euroclear. Долговой рынок будет расти. И я думаю, что мы уже наблюдали этот рост последние один-три года. Сейчас это развитие остановилось на какое-то время — в плане роста объема рублевого облигационного рынка, диверсификации заемщиков и так далее. Но в целом наше мнение о перспективах рынка весьма позитивно.

Как вы думаете, после того как рубль стал конвертируемой валютой, для российских заемщиков он стал наиболее эффективной валютой для займов?

Брайан: Очевидно, что для компании имеет смысл занимать в валюте, в которой она получает свой доход, или той, которая является наиболее экономически эффективной. Но нужно учитывать и желания инвесторов. Нет смысла делать эмиссию в рублях, если инвесторы хотят долларов. Так что, думаю, те компании, которые могут выйти и на рублевый, и на долларовый рынки, выйдут на оба. Ряд компаний, у которых основная часть прибыли идет в долларах, — например, нефтяные корпорации — будут выпускать займы в основном в долларах. А какие-то компании второго и третьего эшелона, которые и меньше, и менее прозрачны в плане раскрытия финансовой отчетности, продолжат делать эмиссии в рублях на внутреннем рынке.

Алексей: К тому же ряд компаний, финансовый менеджмент которых находится на сравнительно «продвинутом» уровне — в частности, ряд известных банков, — хеджируют все валютные риски. Для них все зависит лишь от предпочтений инвесторов на данный момент.

Стали ли рублевые инструменты более привлекательными для иностранных инвесторов после того, как рубль стал конвертируемым?

Брайан: Несомненно.

Алексей: Приведу лишь несколько цифр платежного баланса. Приток портфельных инвестиций достиг во втором квартале этого года примерно $11 млрд, тогда как за тот же период прошлого года этот показатель равнялся практически нулю. Это лишь пример того, насколько более привлекательным стал рубль после того, как сделался конвертируемым.

Алексей Моисеев занимает должность заместителя руководителя аналитического управления компании «Ренессанс Капитал» и возглавляет отдел анализа рынка долговых обязательств. До прихода в «Ренессанс Капитал» работал аналитиком по суверенным облигациям группы анализа долговых инструментов на развивающихся рынках в лондонском офисе компании BNP Paribas.

Ранее Алексей Моисеев занимал должность ведущего экономиста департамента валютного регулирования Центрального Банка Российской Федерации. Господин Моисеев получил степень MBA в Simon School of Business, University of Rochester. Он также окончил Московскую государственную академию управления по специальности «Международная экономика».

Как вы оцениваете структуру инвесторской базы на российском (внутреннем) долговом рынке? Какие группы инвесторов вы можете выделить?

Брайан: За 21 месяц моей работы в России, думаю, изменился круг покупателей как внутренних, так и иностранных. Когда я приехал в Россию, среди внутренних инвесторов практически полностью доминировали банки. Тем не менее, все активнее развивается индустрия управления активами: инвестиционные компании, страховые компании. В какой-то степени, хотя все еще в очень ограниченной, и пенсионные фонды. Развивается то, что на международном рынке называется «семейные офисы»: частные лица с большим капиталом, состоятельные люди, чьи деньги управляются практически полупрофессионально, маленькие хедж-фонды и так далее. Так что на внутреннем рынке доля банков в базе инвесторов стала существенно меньше, чем полтора года назад. На международном рынке ситуация еще интереснее.

Спрос на рублевые инструменты за последние два года диктуют люди, которые не занимают длинные позиции по российским долгам. По сути, это спекулятивные инвесторы. Я думаю, что количество инвесторов, берущих корпоративные российские бумаги с расчетом на долгосрочную перспективу, все еще достаточно мало по сравнению со спекулятивными покупателями. А местные инвесторы — управляющие компании, страховые компании, инвестиционные банки — хотят покупать облигации и держать их.

Алексей: Хотя, конечно, есть ряд фондов, покупающих менее ликвидные долги второго и третьего эшелонов. От этих инвесторов можно ожидать, что они покупают бумаги, чтобы держать если не до погашения, то достаточно долгое время.

Какие услуги предлагает своим клиентам «Ренессанс Капитал»? Какие новые услуги, инструменты вы готовитесь предложить клиентам в 2008 г.?

Брайан: Наш бизнес — это долговое финансирование. Мы стараемся помочь нашим клиентам в вопросах привлечения капитала и продажи ценных бумаг инвесторам, и это составляет основу нашего инвестиционного бизнеса. В рамках этой деятельности, конечно же, необходим анализ рынка, обеспечение торгов и так далее. В двух словах нашу деятельность можно описать следующим образом: организация выпусков долговых ценных бумаг, продажи, торги и аналитика. Мы предоставляем данные услуги

клиентам на рублевом и долларовом рынках, по закрытой или открытой подписке. Мы также работаем с другими традиционными продуктами долгового рынка, такими как валютные деривативы. «Ренессанс Групп» предлагает и другие продукты, но в рамках деятельности инвестиционного банка «Ренессанс Капитал» и в рамках моей сферы деятельности это основные направления.

Какие именно долговые инструменты пользуются наибольшей популярностью среди ваших российских клиентов?

Брайан: Российские компании и банки, желающие привлечь финансирование, делают это либо на российском, либо на международном облигационном рынке. Есть так называемые Reg S bonds (облигации, выпускаемые согласно правилу S), которые могут быть номинированы в рублях или долларах. Это классическая форма долгового финансирования для компании. Но российские компании начинают присматриваться и к другим формам долгового финансирования.

К каким именно?

Брайан: Есть различные формы — облигации с плавающей ставкой, гибридные ценные бумаги, субординированные банковские кредиты.

А секьюритизация?

Брайан: Да, секьюритизация является еще одной формой долгового финансирования. Этот продукт изначально появился на долговых рынках как инструмент финансовых компаний, но корпоративные заемщики также начали проводить сделки по секьюритизации. И, конечно же, не стоит забывать об индустрии ипотечного кредитования. Таким образом, секьюритизация начинает занимать в России все более важное место.

Видите ли вы какие-либо проблемы в российском законодательстве для организации сделок по секьюритизации на внутреннем рынке?

Брайан: В российском законодательстве есть определенные проблемы, но это не остановит развитие рынка секьюритизации. И я не думаю, что российские власти имеют своей целью затормозить развитие этого сектора.

Планирует ли «Ренессанс Капитал» организовывать сделки по секьюритизации на внутреннем или международном рынке?

Брайан: В данный момент мы работаем над сделками на обоих рынках. Мы еще не осуществляли подобных сделок, но планируем сделать это в ближайшее время.

Каковы ваши планы по организации сделок на международном рынке в целом? Работаете ли вы уже над какими-то конкретными сделками?

Брайан: Да, работаем. Мы уже организовывали сделки на международном рынке, и в этом году будут и новые сделки, если, конечно, рынки будут открыты.

Какие-то детали предстоящих сделок можете сообщить?

Брайан: Нет, но это будут как рублевые, так и долларовые облигации, как на внутреннем, так и на международном рынке.

А как насчет выпуска облигаций с плавающей ставкой? Планируете ли вы предлагать своим клиентам данный продукт?

Брайан: Конечно, мы ведем переговоры с нашими клиентами по целому ряду продуктов. В России сейчас наблюдается большой интерес к бумагам с плавающей ставкой. Многие компании спрашивают нас о них: как они используются на других рынках, покупают ли их инвесторы, почему их покупают, почему нет. Но лично я не уверен, что данный рынок разовьется достаточно быстро. Тем не менее, мы могли бы вывести этот продукт на рынок уже завтра, если бы нашелся клиент, желающий выпустить его.

То есть в данный момент вы еще не работаете над таким продуктом для кого-то из ваших клиентов?

Брайан: Я, пожалуй, воздержусь от комментариев на эту тему.

К чему, с вашей точки зрения, должна быть привязана ставка таких инструментов?

Брайан: Думаю, что рынок хочет привязывать их к ставке MosPrime. Если посмотреть на рынок бумаг с плавающей ставкой на примере большинства стран с развитыми рынками, обычно он привязан к межбанковскому рынку, так как исторически банки являются крупнейшими эмитентами и инвесторами, и ставка, по которой они предоставляют кредиты друг другу, является их базовой ставкой. С моей точки зрения, использование этой ставки имеет наибольший смысл. Но поскольку рынки краткосрочного капитала в России по сравнению с другими финансовыми рынками все еще довольно неразвиты, споры относительно того, какую ставку лучше использовать в качестве базовой, еще продолжаются. Но я подозреваю, что ею будет именно MosPrime.

До сих пор «Ренессанс Капитал» фактически не занимался организацией синдицированного кредитования. Планируется ли развивать это направление бизнеса?

Брайан: Нет, так как мы не занимаемся банковским кредитованием. Рынок синдицированных кредитов — это рынок, где банки предоставляют деньги посредством срочных кредитов, что сильно отличается от организации выпуска облигаций или продажи его инвесторам. Большинство крупных мировых инвестиционных банков не занимается синдицированным кредитованием.

Какие из инвестиционно-банковских услуг приносят вам наибольшую прибыль? Вы ведь ведете такую статистику?

Брайан: Статистику ведем, но не разглашаем.

Понятно. Говоря о тенденциях в российской экономике, какие новые виды деятельности вы видите для себя в плане предоставления услуг по организации долгового финансирования?

Брайан: До начала недавних проблем с ликвидностью я бы сказал, что на рынке появится больше компаний из новых секторов экономики, из частного сектора, потребительского сектора (средства массовой информации, розничные торговые фирмы и т.д.). Хотя им, конечно, потребуются меньшие объемы средств по сравнению

с такими крупными госкомпаниями, как «Газпром». Однако если возникшие проблемы с ликвидностью продолжатся, инвесторы предпочтут более крупные и известные компании. Тем не менее, с моей точки зрения, строительство, розничная торговля, потребительский сектор — это именно те области, которые сейчас нуждаются в капитале, и эти компании будут выходить на рынок более активно.

Видит ли ваш банк какую-то специализацию для себя в деятельности по организации облигационных займов — по определенным секторам экономики, эшелонам?

Брайан: Наша клиентская база включает самых разных клиентов, это эмитенты первого, второго и третьего эшелонов, частные и государственные компании — мы не сегментируем рынок.

В 2006 году «Ренессанс Капитал» занимал седьмое место по объемам размещенных рублевых облигаций. На какое место «Ренессанс Капитал» рассчитывает в рейтинге по организации рублевых облигационных займов за 2007 г.?

Брайан: Мы не ставим себе задачи попасть в рейтинг организаторов. Откровенно говоря, я не верю в такие рейтинги. Я в этом бизнесе уже 28 лет и не видел, чтобы многие обращали внимание на эти рейтинги. Рейтинги не говорят ни о чем, при всем уважении к рейтингу организаторов, составляемому Cbonds.

Может быть, они ни о чем и не говорят, но по итогам первого полугодия 2007 г. «Ренессанс Капитал» был лишь на 16 месте. С чем связаны такие скромные результаты?

Брайан: Не могу ничего сказать о нашем месте в рейтинге, так как не интересуюсь рейтингами, не считаю их актуальными.

Как вы оцениваете последствия текущего кризиса на международных рынках для эмитентов СНГ?

Брайан: Если говорить о кризисе ликвидности и его воздействии на нероссийских эмитентов СНГ, нужно учитывать, что они оцениваются не так высоко, как российские компании. Если кредитное качество ниже, то и последствия кризиса серьезнее. Конечно, этим эмитентам будет труднее привлекать средства по сравнению с сопоставимыми российскими компаниями — просто потому что инвесторы рассматривают российскую экономику как более крупную и сильную. Второй аспект заключается в том, что некоторые из этих стран имеют ряд собственных проблем. Так, сейчас инвесторы могут не покупать облигации, выпущенные казахскими банками, поскольку видят проблемы в казахской банковской системе, что абсолютно не связано с глобальным кризисом. Так что есть глобальный аспект, и есть местный.

Какие рынки стран бывшего СССР, кроме Украины и России, вам особенно интересны в плане развития инвестиционно-банковского бизнеса?

Брайан: У «Ренессанс Капитала» есть представительства в Киеве и Алматы. На данный момент мы работаем только на этих рынках бывшего СССР.

Такие долговые инструменты, как облигации с плавающей ставкой, пользуются популярностью в других странах СНГ, помимо России?

Брайан: Если честно, я не знаю, но был бы удивлен, если пользуются, так как эти рынки менее развиты. Но все, что «Ренессанс» делает в России как инвестиционный банк, мы готовы делать и в Украине, и в Казахстане.

Как вы оцениваете конкуренцию на российском долговом рынке? Кого вы можете назвать среди лидеров этого рынка, изменится ли расстановка сил в ближайшее время?

Брайан: Если посмотреть на внутренний долговой рынок, очевидно, что российские государственные банки очень преуспели в этом бизнесе. У иностранных банков интерес к внутреннему рынку ниже. Тем не менее, иностранные инвестиционные банки занимают лидирующие позиции в международном облигационном бизнесе. Есть своего рода сегментация: с одной стороны, есть иностранные банки, занимающиеся в основном организацией выпусков еврооблигаций, и есть местные банки, делающие акцент на рублевых бондах, размещающихся на ММВБ. «Ренессанс» пытается заниматься обоими рынками. Чем мы отличаемся от иностранных банков, так это тем, что наш головной офис находится здесь. Я думаю, что конкуренция вырастет просто потому, что будет расти рынок и будет увеличиваться количество людей, заинтересованных в нем.

Как вы думаете, позиции государственных банков на рынке укрепятся?

Брайан: Несомненно.

Так что, они выйдут в другие сегменты, в которых раньше не были сильны?

Брайан: Я очень удивлюсь, если они этого не сделают.

Брайан, расскажите, пожалуйста, о начале своей карьеры на финансовых рынках: когда и из каких соображений вы приняли решение работать на финансовом рынке?

Брайан: Я начал работать в банковской сфере 30 лет назад. У меня не было планов заниматься именно облигациями, мне просто предложили такую возможность.

А как получилось так, что вы оказались в России?

Брайан: Я много бывал в России в 1992–1998 гг., когда работал в Лондоне и приезжал сюда по делам, так что меня всегда что-то связывало с Россией. Я работаю с развивающимися рынками с 1991 г., и меня всегда интересовали события в России. А в 2005 г. Стивен Дженнингс рассказал мне о своих планах по развитию «Ренессанса» и предложил приехать сюда.

И последний вопрос, немного личный. Есть ли у вас интересы помимо работы?

Брайан: В порядке приоритетности: футбольная команда «Арсенал», футбольная команда «Арсенал»… Ну нет, у меня есть увлечения, хобби. Я играю в теннис, гольф, занимаюсь в тренажерном зале и, конечно же, смотрю футбол, если играет «Арсенал». Люблю книги, плавание, хорошее вино, еду, путешествия — обычный набор. Но мое основное увлечение — «Арсенал».

Беседовали Наталья Левченко и Анна Чепракова