Кирилл КОНДРАШИН,
глава управления по работе на рынках
долгового капитала по СНГ, J. P. Morgan

«Глобальная коррекция скорее близко, чем далеко»

Глава управления по работе на рынках долгового капитала по СНГ, J. P. Morgan, Кирилл Кондрашин в интервью Cbonds Review рассказал об ожиданиях от 2019 года, об отношении иностранных инвесторов к российским эмитентам, конкуренции с госбанками, а также об ожидании глобальной рыночной коррекции.

— С каким настроением вы вошли в 2019 год, с какими ожиданиями?

— Прошлый год, был, наверное, одним из самых тяжелых за последние несколько лет. Сложилось одновременно множество негативных факторов — геополитическая нестабильность, общий спад на рынках, повышенная волатильность.

После введенных в апреле 2018-го санкций у нас долгое время в регионе СНГ было очень мало сделок. Но в ноябре мы все-таки сделали выпуск «Газпрома» и показали людям, что можно продолжать работать, что рынки не полностью закрыты. В результате у нас начал образовываться неплохой pipeline на 2019 год.

Так что прошлый год мы провожали скорее с облегчением, а новый встречали осторожными надеждами на будущее. Я вообще заметил: когда не ожидаешь, что все будет хорошо, обычно получается ровно обратным образом. Помните, когда мы провожали 2017 год, у всех были самые оптимистичные ожидания, рисовались радужные перспективы по глобальному росту и прочее. Но вышло все наоборот. В конце 2018-го все были суперпессимистичны, а это значит, что события могут, напротив, развиваться хорошо. Пока так и происходит. Первый квартал 2019 года был суперактивным с точки зрения роста рынков, новых размещений и так далее.

— Какие знаковые сделки с участием J. P. Morgan в России за последний год вы могли бы отметить?

— После размещения «Русала» в начале 2018 года у нас был долгий перерыв, связанный с введением санкций. Затем, как я заметил выше, мы разместили два выпуска «Газпрома» — в евро в ноябре и в японских иенах в декабре. Выпуск в иенах — это вообще довольно уникальная сделка: российская компания вышла на японский рынок и продала еврободы местным инвесторам. Такое случилось впервые. Можно вспомнить, что «Газпром» уже размещался в иенах более 10 лет назад, но бумаги тогда продавались в основном международным инвесторам. В этот раз — именно японским, и это очень важно отметить.

Затем было размещение «Газпрома» в долларах в начале февраля 2019 года. Эта сделка окончательно открыла рынок, показала людям, что есть хороший спрос на российские бумаги, и вселила уверенность в других эмитентов. В результате только в первом квартале 2019 года мы сумели закрыть несколько сделок, которые я бы тоже назвал знаковыми. Могу отметить размещение «ЕвроХима», «Евраза», «Алросы», РЖД, ГТЛК.

— Как на вашу работу влияют санкции? Каковы особенности общения с эмитентами и инвесторами в таких условиях?

— Мы всегда говорим, что для наших выпусков нужна некоторая геополитическая стабильность. Я подчеркиваю слово «некоторая», потому что абсолютной стабильности не бывает, и мы это прекрасно понимаем. Стабильность в нашем понимании — это чтобы не было резких ухудшений. В таких условиях можно не только говорить про новые выпуски, но и делать их. В текущем году мы необходимую нам стабильность пока наблюдаем, поэтому и можем перечислить успешно завершенные сделки.

— Как вы охарактеризуете отношение головного офиса к российскому рынку? Как трансформировалось это отношение за последние годы?

— Это отношение сильно не менялось. J. P. Morgan — один из самых успешных среди международных банков. Это позволяет не делать каких-то резких движений, обусловленных краткосрочными трендами. В прошлом году мы отпраздновали 45 лет непрерывного присутствия J. P. Morgan и компаний-предшественниц на российском рынке: Chase Manhattan Bank стал первым американским банком, открывшим свое представительство в Москве осенью 1973 года. В 1993 году, то есть более 25 лет назад, после распада Советского Союза и появления России как независимого государства, ЦБ РФ выдал КБ «Дж. П. Морган Банк Интернешнл» генеральную лицензию на осуществление банковских операций. Так что у нас стабильный, долгосрочный взгляд на стратегию и развитие на российском рынке.

— Вы уже упомянули выпуск «Газпрома» в иенах. Можно также вспомнить недавние размещения российских эмитентов в китайских юанях. С чем связано стремление разнообразить валюту займа? Ваше отношение к этому?

— Я бы не сказал, что мы столкнулись с чем-то новым. Подобные эксперименты я лично наблюдаю практически каждый год. Если какой-то рынок предлагает эмитентам хорошие условия, почему бы этим не воспользоваться. Это могут быть юани, сингапурские доллары, иены, швейцарские франки.

Но речь идет о нишевых рынках, и они таковыми останутся. Нет никаких предпосылок для того, чтобы какой-то рынок даже близко приблизился к долларовому. Включая все азиатские рынки. Воспользоваться нишевыми возможностями может лишь ограниченный круг эмитентов. И это в любом случае единичные сделки, мы не видим, чтобы менялось что-то в динамике. Например, спрос на азиатском рынке за последние годы скорее уменьшился по сравнению с периодом до 2013 года.

— Как вы определяете текущее состояние рынка первичных размещений на российском рынке? С чем связана повышенная активность первого квартала 2019 года, о которой вы упомянули?

— Есть несколько составляющих, сформировавших хорошее окно для размещений, которым эмитенты спешат воспользоваться. После плохого рынка, который мы наблюдали большую часть 2018 года, сейчас его состояние существенно улучшилось. Мы наблюдаем большой спрос инвесторов на фоне пересмотра политики Федеральной резервной системы, которая отказалась от резкого повышения ставок. Это вызвало большой приток денег в долговые фонды развивающихся рынков, спрос на активы вообще повысился глобально. Это первый компонент. Второй компонент — некоторая стабильность в геополитике, что позволяет инвесторам хотя бы как-то оценивать риски и правильную стоимость российских вложений. Третий компонент — российские компании находятся в хорошем состоянии с точки зрения финансового здоровья, у большинства эмитентов повышаются рейтинги, да и рейтинги страны в целом тоже повышаются. Четвертый компонент — это отложенное предложение, которое накопилось из-за того, что размещений у нас не было довольно продолжительное время. Компании видят, что сейчас открылось хорошее окно, и этим пользуются.

— Давайте тогда поговорим о J. P. Morgan как об организаторе выпусков. Нужно ли вам предпринимать какие-то особые усилия для того, чтобы сохранять ведущие позиции? Чувствуете ли вы усиление конкуренции со стороны других крупных игроков, включая российские госбанки?

— Мы — один из лидеров рынка размещений еврооблигаций российскими компаниями, с большим отрывом от других международных банков. Для того чтобы сохранять лидерство, мы должны поддерживать очень высокое качество услуг. Кажется, у нас получается, потому что из года в год мы лидирующие позиции не теряем.

Если говорить о конкуренции с российскими госбанками, то я бы не назвал это конкуренцией в классическом значении слова. Мы предоставляем услуги немножко в разных плоскостях эмитентов, и за сделки прямо не конкурируем. Скорее, во многих вещах дополняем друг друга, поэтому успешно работаем вместе на большинстве выпусков.

— Как сейчас складывается практика формирования синдикатов при совершении международных сделок?

— Если эмитенты могут себе позволить выбрать два-три банка, как это было в случае, например, «Алросы», то просто назначают их в качестве букраннеров и распределяют между ними сферы обязанностей. Если эмитенту по каким-то соображениям нужно нанять больше, чем три банка, один или два из них назначаются координаторами. Это позволяет сохранить эффективность и качество работы. Можно привести примеры «Евраза» и «Еврохима», в последних размещениях которых участвовали 5 банков, но мы были координаторами и выполняли лидирующие функции, делая большую часть работы.

— Как эволюционирует отношение международных инвесторов к российским эмитентам?

— Есть две составляющие такого отношения. С одной стороны, это качество самих эмитентов. Оно высокое. У большинства компаний низкая задолженность, высокий уровень прозрачности, корпоративного управления, хорошие рейтинги и так далее. Это сказывается и на уровнях доходности, с которой торгуются российские компании. Если сравнивать с компаниями других развивающихся рынков, доходности — низкие.

Основная проблема — это оценка санкционного риска. При высокой геополитической напряженности инвесторам просто очень тяжело оценить такой риск. Но как только наступает некоторая стабильность, о которой мы говорили выше, они готовы российский риск на себя брать. Качество эмитентов перевешивает.

— Как меняется роль отечественных инвесторов в структуре спроса на ценные бумаги российских эмитентов?

— За последние 5 лет российские инвесторы стали крупным игроком на рынке российских же еврооблигаций. Впрочем, то же самое мы наблюдаем и на других рынках — в Турции, на Ближнем Востоке. Нормально, когда локальные инвесторы являются серьезными покупателями облигаций «родных» эмитентов. Соответственно, мы с локальными инвесторами активно работаем. Окончательное распределение географии определяется пожеланиями эмитента. Бывает, что у российских инвесторов более низкие ценовые ожидания, нежели у международных, бывает и наоборот. Например, на последнем размещении «Алросы» международный спрос по окончательной цене был выше, чем российский.

— Интересуются ли отечественные инвесторы другими рынками, не связанными, условно говоря, с российским риском?

— Они интересуются, но мало. Например, банковским инвесторам тяжело покупать в других странах, потому что им нужно получить разрешение кредитного комитета и соблюсти множество формальностей. Частным инвесторам, включая фонды, проще. Я знаю, что они активно покупали Турцию во втором полугодии прошлого года. Но в общем объеме вложений российских инвесторов доля других рынков невелика.

— Давайте тогда выйдем за пределы России и перекинемся на просторы бывшего Советского Союза. В начале года состоялся выпуск евробондов Узбекистана. В каких условиях проходило размещение? Это ведь был дебют?

— Да, это был дебют. Отношение инвесторов было очень положительным, объем спроса был рекордным, а ставка доходности — очень низкой для соответствующего рейтинга страны. Интерес вызван тем, что Узбекистан — крупнейшая по населению страна региона, очень перспективная. Люди поверили в перспективы страны, что и вызвало очень большой спрос на облигации.

— Каковы основные факторы, определяющие конъюнктуру emerging markets в ближайшее время? На какие риски следует обратить особое внимание?

— В первом квартале этого года мы наблюдали серьезную коррекцию после падения рынка в 2018 году: большой спрос, хороший рост. Но при этом нужно помнить, что глобальной коррекции, глобального кризиса у нас не было уже 10 лет. Это очень длительный период. Думаю, большинство людей согласится с тем, что мы находимся в так называемом late cycle market, то есть в конце глобального цикла.

За последние 10 лет накопилось много пузырей в разных частях рынка. Объем корпоративного долга очень сильно вырос, в секторе высоких технологий чрезвычайно высокий valuation... В общем, накопилось много разных пузырей, и в определенный момент какой-то из них может лопнуть, вызвав глобальную коррекцию. Сейчас хорошая конъюнктура долговых рынков вызвана пересмотром политики американского Центробанка, который, в свою очередь, обусловлен опасениями по поводу замедления глобального роста.

Таким образом, у нас есть много рисков в мировой экономике, которые могут материализоваться. Соответственно, следующая серьезная коррекция рынка может наступить в любой момент, и предсказать ее невозможно. Это может случиться в конце 2019-го, в 2020-м или в 2021 году. Но глобальная коррекция скорее близко, чем далеко. И это — основной риск для рынков. Впрочем, для российских эмитентов, как всегда, добавляется геополитика.

Записал **Борис ФЕДОРОВ**

ДУМАЮ, БОЛЬШИНСТВО ЛЮДЕЙ СОГЛАСИТСЯ С ТЕМ, ЧТО МЫ НАХОДИМСЯ В ТАК НАЗЫВАЕМОМ LATE CYCLE MARKET, ТО ЕСТЬ В КОНЦЕ ГЛОБАЛЬНОГО ЦИКЛА