Александр БУЛГАКОВ,
исполнительный директор по рынкам
долгового капитала, Райффайзенбанк

«Эмитенты имеют все шансы получить исторически лучшие уровни доходности»

Исполнительный директор по рынкам долгового капитала Райффайзенбанка Александр Булгаков в интервью Cbonds Review рассказал о шансе для эмитентов получить исторически лучшие условия размещений, запуске «белок» в космос, о том, как DCM-бизнес несет позитив людям и экономикам целых стран, а базовые экономические теории перестают работать.

— Давайте начнем с того, что попробуем сформулировать: как Райффайзенбанк позиционирует себя на облигационном рынке, за счет чего удается конкурировать?

— Мы — один из иностранных банков, который присутствует в России полноценным большим институтом, активным как в корпоративной сфере, так и в ритейле. Если вы на улице подойдете к прохожему и попросите его назвать иностранный банк, самым популярным ответом, наверное, будет «не знаю», а вторым по популярности с высокой долей вероятности окажется Райффайзенбанк. В этом плане Россия — достаточно уникальный для нас рынок. Есть немного стран, в которых похожая ситуация: конечно же, Австрия и, может быть, Албания, в которой позиции группы Raiffeisen Bank International (RBI) также чрезвычайно сильны. Райффайзенбанк в России на слуху, что позволяет нам уверенно подходить к любому клиенту с любым подходящим для него продуктом из нашей линейки. Эту уверенность подкрепляет простой постулат: если мы не готовы предоставить услугу на уровне конкурентов или лучше, то не станем этого делать.

Кроме того, я считаю, что мы являемся «самым российским» из всех иностранных банков. С одной стороны, автономность, а с другой — положение, которое российский Райффайзенбанк имеет в группе, делают его во многом уникальным, ведь на нас приходится около половины доходов Raiffeisen Bank International. Это дает нам дополнительные инструменты для конкуренции в сегментах, в которых активны российские государственные банки.

Другой аспект состоит в том, что в отличие от глобальных банков, которые предоставляют аналогичные услуги в Южной Америке, в Азии, в Западной Европе и в Африке, для нас международность является синонимом Центральной и Восточной Европы. То есть мы целиком сконцентрированы на этом регионе. В этом положении есть как преимущества, так и недостатки. Я приведу аналогию из ав-

томобильного бизнеса. Среди глобальных игроков есть Toyota или General Motors; они производят десятки миллионов автомобилей и продают их по всему миру. Причем в каждом конкретном регионе могут использовать отдельные бренды и подстраиваться под клиента, всегда подразумевая должное качество. Мы, в свою очередь, являемся скорее нишевым производителем вроде Lotus — одной из моих любимых автомобильных марок. Lotus собирает несколько тысяч автомобилей в год, в основном вручную, но итоговый результат идеально соответствует каждому конкретному клиенту или близок к этому. Мы полностью фокусируемся на каждой нашей сделке, а их относительно немного. В России наш лучший результат был в очень активном 2013 году, мы закрыли тогда 10 еврооблигационных сделок. Чисто по объективным причинам мы не будем закрывать сотни сделок в год, как это делают глобальные лидеры рынка. Но самое главное в том, что клиенты, которые разместили с нами евробонды, делают это вновь и вновь. Впрочем, я хочу еще раз оговориться, что в первую очередь описываю ситуацию в евробондовом бизнесе. Рублевые облигационные выпуски мы делаем десятками и традиционно входим в топ этого рынка.

— Какие интересные размещения, в которых довелось принимать участие за последний год, вы могли бы выделить?

— Одной из последних сделок был вывод белорусской валюты в международный полет. В мае 2019 года мы закрыли первую в истории сделку по размещению евробондов в белорусских рублях, которые на сленге называют «белками». Когда Беларусь получила независимость и выпустила свою валюту, широкую известность получила купюра в 1 рубль, на которой изображен заяц. Отсюда часто употребляемое название «зайчики». Но те, кто жил или бывал в Беларуси в 90-е, знают, что самая маленькая купюра была 50 копеек и на ней как раз изображена белка. В Минске национальную валюту чаще называли «белками», а с учетом того, что первые три буквы дублируют название страны, у нас этот проект так и назывался — Project Squirrels. Так что мы, можно сказать, вывели белок в космос.

Еще два года назад, когда Беларусь как суверен с нашей помощью возвращалась на рынок долгового капитала (после отсутствия с 2011 года), никто и помыслить не мог, что в белорусском рубле также возможен выпуск. И тем не менее Банку развития Республики Беларусь удалось разместить на 3 года под 12% пусть и достаточно небольшой объем — 210 млн белорусских рублей, или около $100 млн. Эта сделка шла вслед за дебютом Банка развития на долларовом рынке; был размещен евробонд на классические $500 млн по ставке 6.75%. А то, как этот евробонд замечательно торгуется на вторичном рынке, подчеркивает любовь инвесторов к Беларуси и к эмитентам из этой страны.

— Как вы могли бы охарактеризовать общую ситуацию на рынке евробондов для эмитентов из России и стран СНГ?

— Общая ситуация сейчас просто восхитительна. Мы полагаем, что осенью эмитенты, которые решатся воспользоваться этим периодом благоденствия, имеют все шансы получить исторически лучшие уровни доходности и достигнуть всех целей, которые поставили перед собой с точки зрения рынка долгового капитала. Причем это относится ко всем категориям кредитного качества — от B- до investment grade.

Я начал с Беларуси и ею продолжу. Вероятно, на мое особое отношение к этой стране и желание ей помочь накладывает факт моего рождения в Гомеле, хоть я никогда и не жил там в сознательном возрасте. Так вот, другой сделкой, которую я бы отметил, был 12-летний выпуск в прошлом году суверенных облигаций Республики Беларусь на $600 млн. И здесь помимо длинного срока, который достаточно значим для эмитента уровня single B, важна также достигнутая ставка в 6.2%. Я помню ситуацию, которая обрисовывает близость к жизни вещей, которыми мы занимаемся. Потому что все эти базисные пункты, дюрации и yeild'ы для обычного человека, далекого от финансов, зачастую звучат как китайская грамота. Так вот, когда на последнем этапе ценообразования белорусской сделки стоял вопрос о том, оставаться ли на ценовом ориентире 6.25 или рискнуть и уйти вниз, хотя бы на 5 базисных пунктов, я, помню, просто пересчитал без всяких дисконтирований 5 базисных пунктов на 600 миллионов за 12 лет. Получилось $3.6 млн. Донеся эту цифру до министра финансов, я увидел, как виртуальные бипсы материализовались в реальность. Ответ министра финансов меня глубоко тронул и запомнился надолго. Он был примерно такой: «О, так это ж как две поликлиники сделать!» Получается, что исходя из решения, принятого с учетом твоих комментариев, где-то в Беларуси будет на две поликлиники больше. И это не патетика, а правда жизни.

— Вы же занимались выпусками евробондов других стран СНГ помимо Беларуси. Как они были восприняты рынком?

— Самое свежее имя на рынке суверенных евробондов стран СНГ сейчас — Узбекистан. Выпуск в начале года был отлично встречен инвесторами, полученные уровни доходности были весьма похожи на ситуацию с Беларусью, то есть оказались лучше большинства сравнимых эмитентов с сопоставимым рейтингом. Впрочем, первым выпуском суверенных бондов стран Центральной Азии был выпуск Республики Таджикистан, гораздо менее очевидного эмитента с точки зрения рейтинга и экономической перспективы. Это страна, в которой нет ни нефти, ни газа, ни каких-то других значимых природных ресурсов, кроме относительно скромной добычи золота и гидроэнергетики. Продолжая тему того, как DCM-бизнес несет позитив людям и экономикам стран, замечу, что закрытая в 2017 году сделка для Таджикистана подразумевала использование средств на строительство Рогунской ГЭС, которая должна стать электростанцией с самой высокой плотиной в мире. Этот проект реализуется еще с советских времен. Сама сделка реально впечатлила самым сумасшедшим букбилдингом за всю мою карьеру в DCM. В ней было более 300 счетов — больше, чем на всех остальных сделках, которые я видел. Переподписка на пике — более чем в 9 раз, $4.5 млрд было у нас в книге на сделку с итоговым объемом, ограниченным $500 млн.

— А почему так случилось?

— Сочетание факторов. Команда эмитента, возглавляемая зампредом Центрального банка, сделала отличную работу на roadshow, реально впечатлив инвесторов. Структура сделки была необычна для суверенного бонда; четко определенное направление использования средств на «благое» и перспективное дело привлекало к себе. Впоследствии я

даже слышал от одного инвестора, что они усмотрели в этом бонде «зеленый» компонент. Мы сумели идеально выбрать окно для выхода на рынок — были первыми после августовского отпускного перерыва. Да и само время, второе полугодие 2017 года, было хорошим. В итоге в книге были все имена, которых мы ждали, и многие из тех, которых мы и ждать не могли. Некоторые вообще впервые участвовали в сделках по странам СНГ.

Самое запоминающееся, что при первоначальном ориентире доходности в 8% мы, видя этот сумасшедший букбилдинг, многократно понижали ставку и в итоге дошли до 7.125%. Это было quite remarkable, что называется.

— Инвесторы вообще различают между собой многочисленные «-станы», включая Таджикистан и Узбекистан?

— Теперь уже да.

— Почему теперь?

— До 2017 года для международных инвесторов из «-станов» понятен был только Казахстан. Это второй по всем параметрам эмитент СНГ. В 2017 году инвесторы начали искать на карте Таджикистан, именно поэтому мы на первой странице презентации наглядно разъяснили, где расположена страна.

— Интересно, кстати, каковы особенности выхода нового эмитента на рынок. Кто кого нашел в случае с Таджикистаном?

— Каждая история индивидуальна. Каждая сделка — иногда небольшая повесть, а иногда — большой роман. Беларусь для меня — роман, который длится уже скоро 10 лет. Я работал в этом направлении еще до Райффайзенбанка. А когда в 2012 году пришел сюда работать, первым делом поехал в Минск. Все эти годы мы общались, обсуждали возможности, искали варианты, чтобы только в 2017 году выйти на рынок. С Таджикистаном все было гораздо более внезапно. Но с большой долей уверенности могу сказать, что, если бы не было Беларуси, не было бы и таджикской сделки. Потому что, увидев, что single B страна успешно разместилась, а мы были организатором, коллеги вышли на контакт. В течение 36 часов я был в Душанбе, и буквально через неделю мы начали работу. Особенно я горжусь тем фактом, что в презентации, с которой я прилетел более чем за два месяца до закрытия сделки, была обозначена target price на уровне 7–7.25%. Итог, как я уже заметил, — 7.125%. Можно назвать это удачным попаданием, но есть одна хорошая цитата, которую кому только не приписывают: «Удача (в оригинале был Бог) на стороне больших батальонов», а также другая — Вольтера — о том, что на стороне тех, кто лучше стреляет. Мы себя причисляем к небольшому батальону, но стрелять мы умеем хорошо.

— Что интересного происходит сейчас в корпоративных бондах?

— Недавние сделки, которые мы делали для наших давних партнеров — аэропорта «Домодедово» и «Фосагро», — также показали рекордно низкую доходность. Из интересного: некоторое время назад мы реализовали достаточно редкую на рынке операцию consent solicitation для «Домодедово». Она заключалась в изменении условий существующих бондов. Если конкретнее — ковенанту «долг/EBITDA» сдвинули временно с 3:1 на 4:1. Дело в том, что в прошлом году из-за девальвации рубля при неизменном номинале бумаг вырос рост показателя долга в рублях более чем на 20%. С учетом того, что основа долгового портфеля на тот момент была в долларах, но выручка реагировала на скачки курса с лагом, а другая значительная ее часть была в рублях, эмитент пошел на проактивный шаг. Компания решила ребалансировать свои обязательства по валютам, предложив держателям облигаций справедливую комиссию за дополнительный комфорт, который хотела получить. Чтобы снизить в будущем валютные риски, «Домодедово» впоследствии хотела выпускать рублевые бонды, что и осуществила с нашей помощью.

— Вы сказали, что осенью откроется окно возможностей для эмитентов. Почему вы так считаете?

— Первый фактор — кардинальное изменение направления политики Федрезерва. Еще в ноябре прошлого года мы ждали, что ставки будут повышаться. Сейчас ожидания рынка противоположны: 50 на 50 в сторону дальнейшего понижения либо 2, либо 3 раза еще до конца года. Также не стоит забывать о Дональде Трампе, который так или иначе настроен на переизбрание, и его Твиттере. Обновление пиков по фондовым индексам Трамп считает чуть ли не личной заслугой, а падение рынка акций — плохой фон для предвыборной кампании. И как бы ни был независим Федрезерв, но трамповский Твиттер там тоже читают, а последние намеки Пауэллу были весьма прозаичны: «Режь ставку, а то уволю!» Торговая война США с Китаем «гонит» инвесторов в бонды, в результате чего спреды также продолжают сужаться.

Второй фактор — это ослабление боязни санкций. Весной было достаточно знаменательное событие — освобождение «Русала» из-под внезапно свалившихся на него в прошлом году ограничений. Но общее улучшение рыночного настроения чувствовалось еще до этого. Все начали готовить сделки, и прямо начиная с января активно пошли размещения. Только Минфин разместил в этом году евробондов на 6 млрд в разных валютах. Новые выпуски суверена вряд ли будут, но квазисуверенные эмитенты и «голубые фишки» еще больше активизируются. Возможно, мы увидим и новые имена.

Также стоит отметить, что эмитенты в категории sub-investment grade получили возможность размещаться в евро. Инвесторов Старого Света можно понять: значительная часть традиционных активов там — в отрицательной зоне по доходности. Поэтому, когда ты можешь получить 3–4% пусть на emerging markets, но покупая бумаги хорошего кредитного качества, приходится рассматривать такие возможности. Я думаю, в ближайший год мы увидим больше размещений в евро. Хотя с таким привлекательным долларом, конечно, конкурировать все равно трудно. При прочих равных любой банкир скажет, что размещение в евро, наверное, можно сделать, но в долларе удастся получить лучшую цену. То есть emerging markets и наш рынок в том числе останутся долларовыми.

— Вы сами как частный инвестор смотрите на какие-нибудь интересные истории?

— Скажу честно: как человек, варящийся в fixed income, я сам практически не инвестирую в бонды emerging markets. И не только из-за того, чтобы лишний раз с compliance не согласовывать, инсайдер я или не инсайдер. По своей сути fixed income — это, безусловно, консервативные инвестиции, поэтому в бондовой части моего личного портфе-

ля — высокорейтинговые и высоколиквидные эмитенты с развитых рынков. Разница в 1–2% доходности с лучшими активами EM в данном случае для меня несущественна, так как в высокорисковой части портфеля я скорее люблю экстремальные кейсы на стороне equity, которые могут обнулиться, а могут давать кратный прирост стоимости.

— Это Россия или в основном не Россия?

— В основном это не Россия, а два крупнейших рынка — Штаты и Китай. Это именно те рынки, на которые, как мне кажется, должен смотреть долгосрочный инвестор, если страшно (что вполне разумно) нырять в крайне перспективные, но также крайне рисковые места типа Индии. К сожалению, перспектива 5–10 лет в России и у ближайших соседей гораздо более туманна и не очевидна для меня лично как инвестора.

Многие ждут очередного глобального кризиса, потому что давно ничего подобного не было и вроде как пришла пора. Я лично считаю, что мир очень сильно изменился даже за 10 лет, прошедшие со времени глобального кризиса 2008 года. Фундаментальные изменения, которые принесли технологии, позволяют генерировать стоимость гораздо быстрее и эффективнее, чем раньше, когда были созданы базовые экономические теории. Идея, помноженная на деньги сегодня, может за год уничтожить вековую индустрию с миллионами занятых и иметь при этом капитализацию большую, чем вся эта индустрия, не генерируя при этом текущего дохода, а лишь требуя новых денег.

Много разговоров про пузыри, но самый главный пузырь — денежный. Технологии ускорили глобальную генерацию кэша, который хоть местами и перегревает, но и быстро продолжает развивать те направления, куда его вливают. Этакий технологический мультипликатор. В результате мы видим исторические пики фондовых индексов, непостижимые мультипликаторы стартапов, мультимиллиардные капитализации убыточных компаний, а также дефициты на рынке luxury товаров и Бернара Арно на вершине Forbes. Ужасающим фактом является, конечно, неравномерность распределения этого пузыря. Вот где, на мой взгляд, куются причины будущих мировых кризисов, а не в глобальном соотношении спроса на нефть и ее предложения. Мы это видим воочию: Иран захватывает танкер, но всем «по барабану», вообще никакой реакции рынков. Похожая ситуация с российскими санкциями — люди устали от них. Даже

если санкции введут, российская экономика и российское государство адаптируются, я думаю. Мир настолько быстрый, динамичный, что вчерашние страхи перестают быть актуальными. Вот пример Telegram: его запретили, но этого, в принципе, никто не заметил. Те, кто его запрещал, сами открывают новые телеграм-каналы. Вот это и есть современный мир, он изменился фундаментальным образом. Технологии победят государства, границы, «традиционные ценности». Надеюсь, что уже в 2050-х обращаться к опыту 1950-х будет так же глупо и бессмысленно, как искать причины и выходы из будущих кризисов, оглядываясь на рабовладельческие общества Древнего Египта или средневековой Руси.

Записал **Борис ФЕДОРОВ**