Альберт Сагирян,
вице-президент,
рынки долговых и структурных продуктов,
банк JP Morgan

Западные инвесторы ПОНИМАЮТ — Газпром и РЖД деньги ОТДАДУТ

О ТОМ, КАК БУДЕТ СКЛАДЫВАТЬСЯ СИТУАЦИЯ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ЕВРОБОНДОВ ОСЕНЬЮ И КАК В УСЛОВИЯХ КРИЗИСА ИЗМЕНИЛОСЬ ОТНОШЕНИЕ ЗАРУБЕЖНЫХ ИНВЕСТОРОВ К ЗАЕМЩИКАМ ИЗ РОССИИ, В ИНТЕРВЬЮ CBONDS REVIEW РАССКАЗАЛ ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ БАНКА JP MORGAN ПО РЫНКАМ ДОЛГОВЫХ И СТРУКТУРНЫХ ПРОДУКТОВ АЛЬБЕРТ САГИРЯН.

Как вы оцениваете текущую ситуацию на мировом и российском рынках капитала?

Рынки первичного акционерного капитала на Западе и в России в настоящее время крайне неактивны. Окно для размещения новых выпусков приоткрыто только для самых топовых эмитентов. И то во многом такие размещения возможны благодаря тому, что цены на «вторичке» установились на достаточно низких уровнях, а дисконт, который инвесторы просят у эмитентов, выходящих на рынки акционерного капитала, также существенный.

Зато ситуация на рынках долгового капитала на данном этапе складывается более благоприятно, особенно в развитых странах. За последние полгода центробанки крупнейших стран напечатали огромное количество денег, которые сейчас поступают в том числе и на рынок инструментов с фиксированной доходностью. Спрос со стороны инвесторов есть, но деньги пока оседают в выпусках высоконадежных эмитентов и в бумагах, обеспеченных государственными гарантиями.

Как на этом фоне чувствует себя российский рынок евробондов?

Состояние российского рынка еврооблигаций, наверное, отражает текущую ситуацию в российской экономике. За последнее месяцы мы видели единицы новых выпусков. Кроме Россельхозбанка, который недавно провел очень удачное размещение, полноценных рыночных сделок на первичном рынке фактически не было.

Текущие уровни доходностей на вторичном рынке российских еврооблигаций очень высоки и не позволяют заемщикам делать новые выпуски по адекватным ценовым параметрам. И не факт, что спрос на долг найдется даже при столь высоких ставках. За последние несколько лет Россия выпустила самое большое количество долговых обязательств из всех стран БРИК. У многих инвесторов позиции в России по-прежнему шире относительно других стран. Поэтому дополнительное предложение давит на котировки выпусков, торгующихся на рынках. Если российские эмитенты воздержатся в ближайшее время от выхода на долго-

вые рынки, то по мере погашения уже обращающихся бондов наш удельный вес в индексах снизится, что, возможно, повлечет за собой новые покупки со стороны инвесторов. Это положительно повлияет на спреды.

Пока «вторичка» торгуется на низких объемах и с относительно высокими кредитными спредами, выйти на рынок российским эмитентам, в том числе «голубым фишкам», будет непросто. Все зависит от того, как дальше будет глобально развиваться экономика. Почему с марта текущего года на долговых рынках мы видим такое ралли? Денег напечатали много, инвесторы сильно ушли в кэш в надеже на то, что последует шквал новых размещений по любым ценам. Но этого не произошло, и инвесторам пришлось делать покупки на «вторичке» для формирования позиций. Они начали потихоньку приобретать сильно подешевевшие активы. Сработал эффект домино: кто-то покупает, другие, видя, что активы растут, боясь упустить ралли, тоже начинают вкладывать. Но на определенном этапе, который, скорее всего, наступит осенью, рынок развернется в обратном направлении. Получив свои 10–15% прибыли, многие инвесторы решат зафиксировать ее, так как вероятность дальнейшего роста цен с течением времени будет становиться все меньше, а риск того, что начнется коррекция, намного выше. Пока существенных положительных сдвигов мы не видим, и о крутом развороте глобальной экономики говорить нельзя. Для большинства хедж-фондов иметь 10–15% в год — очень хороший результат. Они их уже заработали. Поэтому, вероятно, еще несколько месяцев скупка активов будет продолжаться, а потом мы увидим некоторую коррекцию.

Каков в целом интерес иностранных инвесторов к российским долгам?

В России есть очень много хороших компаний, у которых стабильные денежные потоки. То, что даже в период острой фазы кризиса российские заемщики продолжали стабильно обслуживать свои обязательства, является большим плюсом. Когда ты в принципе не готов брать на себя кредитные риски, сидишь в деньгах, то для тебя как инвестора существует не так много эмитентов, у которых есть стабильный бизнес, и всегда будут деньги для того, чтобы обслуживать долг. На Западе есть понимание, что такие компании, как Газпром, РЖД и другие ключевые предприятия и банки, деньги отдадут. Значит, бумаги высококачественных российских эмитентов можно назвать хорошим вложением средств с точки зрения кредитного качества. Западные инвесторы по-прежнему очень пристально смотрят на российский рынок. Интерес к тому или иному долгу однозначно определяет соотношение доходности и кредитного качества. Стимулировать спрос может только сокращение долговой нагрузки российских заемщиков относительно генерируемого ими денежного потока с течением времени. Как я уже говорил, эмитенты из России заняли за последние несколько лет почти в два раза больше, чем ближайшая страна из Emerging Markets — Бразилия, что не может не сказаться на спредах.

Новые сделки в ближайшее время будут?

Думаю, да. Для российских корпораций рынок в принципе постепенно открывается. Мы готовим ряд сделок. Наверняка и конкуренты не сидят сложа руки. На рынке наблюдается положительная динамика, он относительно стабилен. Вопрос в том, как долго такая ситуация продержится. Мы видим, что многие заемщики пытаются воспользоваться образовавшимся окном, но не всем по тем или иным причинам удается. Возможность выхода на рынок есть, но ситуация глобально очень волатильна. Эта волатильность еще даст о себе знать. Тем не менее пока цены на нефть высокие, кредитное качество основных российских компаний (особенно связанных с нефтяным и газовым сектором), безусловно, выглядит привлекательно. Если ситуация не ухудшится, новые выпуски еврооблигаций высококлассных заемщиков будут. Что касается остальных эмитентов, то либо для них занимать на внешних рынках пока слишком дорого, либо недостаточно высок спрос со стороны инвесторов.

Есть ли до конца 2009 года перспективы восстановления у рынка синдицированного кредитования?

Если рынок облигаций более или менее ожил, то ситуация с синдицированным кредитованием по-прежнему остается очень неопределенной. Прежде всего такая тенденция связана с тем, что банки пострадали от кризиса большего всего. На данном этапе в банковской системе существуют очень серьезные требования к достаточности капитала, к уровню рисков. В результате банкам стало очень тяжело выдавать дешевые кредиты, так как это становится неприбыльно с точки зрения аллокирования капитала. По мере того, как ситуация в экономике глобально ухудшалась, кредитные рейтинги контрагентов банков также снижались. Подобные процессы всегда требуют увеличения резервирования под выданные кредиты, что еще больше зажимает лимиты. В итоге банки оказываются не готовы выдавать новые деньги. Поэтому мы в основном видим сделки по перекредитованию, пересмотры условий старых договоров и тому подобное.

Но отдельные сделки все же проходят... Взять, к примеру, синдикацию кредита для МТС.

В случае с МТС речь шла о сделке по рефинансированию части кредита, привлеченного в 2006 году. Сделка очень хорошая, мы там участвовали. Это как раз тот случай, когда эмитент дал правильную цену и тем самым привлек дополнительный спрос.

Можно ли говорить о начале восстановления российского рынка рублевого долга?

Рынок ожил, и по мере сохранения текущего уровня ликвидности он будет функционировать. Надо отдать должное российским эмитентам, которые платят рыночные ставки. Если раньше, когда размещались «голубые фишки», доходности по их бондам были в два раза ниже инфляции, что было неправильно, то теперь мы видим премию к инфляции. Пусть она не очень большая, но она есть. По сути, рынок вернулся к нормальной практике, когда можно вложиться в локальные облигации и не потерять стоимость своих вложений. Но надо понимать, что рублевый рынок —все-таки рынок коротких долгов, что не всегда будет устраивать эмитентов, так как риски рефинансирования существенные. Многие корпорации прибегали к таким заимствованиям, для того чтобы рефинансировать часть своих обязательств. Но в дальнейшем они столкнутся с необходимостью поиска более длинных денег. А российский рынок по разным причинам пока такую возможность давать не готов.

Какой стратегии на российском рынке придерживается JP Morgan? Какие направления инвестбанковской деятельности сегодня наиболее актуальны для банка?

JP Morgan — универсальный банк. Мы предоставляем полную линейку инвестбанковских услуг. Я не могу сказать,

что из-за кризиса нам пришлось отказаться от каких-то направлений. Напротив, мы воспользовались ситуацией, для того чтобы начать выстраивать отношения с новыми партнерами, подкорректировать линейку продуктов. За прошедшие девять месяцев нам однозначно удалось усилить свои позиции как на российском рынке, так и в мире в целом.

Занимаетесь ли вы реструктуризацией проблемных долгов?

У нас в Лондоне существует целая группа, которая очень успешно на протяжении многих лет (особенно последний год) работает с проблемными активами. Есть несколько удачно проведенных сделок, в том числе на российском рынке. Большинство из них носят частный характер, так как далеко не всегда акционеры хотят, чтобы рынок знал о подобных процессах, происходящих в их бизнесе. Зачастую в такие сделки вовлечено ограниченное количество участников: акционеры, кредиторы, банк-организатор.

Каков ваш прогноз по уровню дефолтов в еврооблигациях российских заемщиков на 2009 год?

Дефолт — не в интересах ни эмитента, ни кредиторов. Кроме того, еврооблигации ведь выпускали компании, которые давно имеют международную отчетность, у которых хорошо поставлен финансовый контроль. Нашими клиентами в основном являются компании и банки первых двух эшелонов. Общаясь с ними, мы видим, что деньги у корпораций есть. С начала кризиса многие из них создали подушки ликвидности, так сказать, на всякий случай. Никто не хочет еще раз оказаться в ситуации полугодовой давности, когда настроения на рынке были паническими и собственники не знали, смогут ли продержать свои предприятия на плаву. Сейчас ряд заемщиков создали себе запас ликвидности и пережидают кризис, а в некоторых ситуациях даже расширяются, покупая подешевевшие активы.

Как вы оцениваете действия правительства по поддержке реального сектора?

У меня двоякое мнение на этот счет. С одной стороны, правительство приняло ряд правильных решений по поддержке банковского сектора, который является, по сути, фундаментом всей экономики. Справиться с ситуацией было не просто, но и ЦБ, и правительство проделали, на мой взгляд, успешную работу. Что касается поступления денег в реальный сектор, то пока они до него, к сожалению, не доходят в необходимых объемах. Отчасти по этой причине мы и видим такое существенное снижение промпроизводства. Получается, что процесс поступления средств в реальный сектор организован не совсем эффективно. Как только компании получат возможность себя кредитовать не под 18–25%, а под те же 12–15%, сразу пойдет восстановление: будут выплачиваться долги, направляться инвестиции в развитие и так далее.

Как ускорить процесс?

Поймите, нельзя заставить банкиров кредитовать реальный сектор. Нельзя прийти в банк и просто сказать: «Дайте денег строителям», потому что ответ может быть соответствующим: «Строители до сих пор продают квадратный метр за $10 тысяч и продолжают жаловаться на отсутствие средств. Пусть продадут его по себестоимости, и деньги появятся». Проблему нужно как-то решать, и я уверен, что в ближайшее время мы увидим положительные сдвиги.

Сейчас по факту вкладывать деньги в рынок акций и облигаций банкам более выгодно, чем кредитовать реальный сектор. По мере того, как операции на рынке акций станут менее прибыльными, банки начнут искать новые способы вложения средств. Как ускорить процесс, мне сказать сложно. Наверное, должно пройти какое-то время, должен появиться и начать функционировать механизм госгарантий.

Возможна ли вторая волна кризиса из-за роста объемов просроченных кредитов?

В последнее время мы наблюдаем существенный рост безработицы. При этом большинство людей пока не скорректировали свои потребительские привычки, нужды. Даже те, кто потерял работу, по инерции продолжают поддерживать прежний уровень жизни: покупают телевизоры, холодильники, ездят отдыхать за границу и так далее. Но приобретают они на накопленные деньги, новые не поступают. Вера в то, что время все расставит на свои места, а кривая выведет, в России всегда присутствовала. Если не выведет, то к осени по-прежнему высокий спрос на ряд продуктов и товаров начнет падать. Вот в чем я вижу основной локальный риск для нашей экономики.

Получается, что, с одной стороны, ЦБ было напечатано большое количество денег, и они продолжают печататься, а с другой стороны, рабочих мест не создается и оборачиваемость денег в системе падает. Деньги в экономике меняют руки медленнее, чем обычно.

Как дальше будет развиваться инвестиционно-банковский бизнес в России?

Будущее у рынка достаточно неплохое, просто нужно научиться соизмерять аппетиты. Для того чтобы в текущих условиях сделать хорошее размещение, эмитенты готовы доплачивать. Комиссии на рынке сейчас в два–два с половиной раза выше, чем они были до кризиса.

Но мне бы хотелось, чтобы на какой-то период, возможно полгода, возможно больше, предложение нового долга из России не было большим, для того чтобы продолжали сужаться кредитные спреды. Причина, по которой возможны новые выпуски, — крайне низкие уровни долларовых ставок. Но по мере того как перспективы выхода глобальной экономики из кризиса будут улучшаться, начнут возникать инфляционные ожидания, а ставки расти. Занимать станет менее выгодно. Глобально выпусков на рынке будет меньше.

Раньше все жили на заемные средства, брали в долг для того, чтобы покупать. Уровень левериджа был высок. Теперь происходит глобальная тенденция делевериджинга. Компании начинают постепенно избавляться от долга, пытаются умерить свои аппетиты в инвестициях, покупках. Что само по себе правильно, так как приводит к более стабильному функционированию глобальной экономической системы.

Что будет с рублем в конце года?

Существует очень много факторов, которые говорят о том, что котировки нефти не просядут существенно до конца года. Они могут корректироваться, снизиться до $50–40 за баррель вслед за негативными статданными, поступающими с глобальных рынков, и возможным продолжением роста курса доллара. Какое-то колебание курса национальной валюты возможно в пределах 30–36 руб., но существенно выше он не пойдет, потому что ЦБ будет задействовать свои резервы. Наш прогноз на конец года — 28.6 руб. за доллар. Но, как известно, прогнозировать цены на нефть и курс рубля — дело неблагодарное. Поживем — увидим.