Игорь ГОЛУТВИН,
руководитель отдела операций с производными инструментами,
«ВТБ Капитал»

В интервью журналу Cbonds Review руководитель отдела операций с производными инструментами «ВТБ Капитала» Игорь Голутвин рассказывает о том, какие деривативные стратегии предлагает инвестбанк на международном и локальном рынке и с кем на этом поле конкурирует, почему российские банки пока не могут продать, а локальные инвесторы не готовы купить структурные продукты, а также когда закончится эпоха старых ставок и начнется новая.

«Мы пытаемся продавать российскую историю международным инвесторам»

– В условиях низких ставок в последнее время все более популярной в инвестиционной среде становится тема производных инструментов. Постепенно активность на этом рынке начинают проявлять и российские банки. Какие стратегии с использованием структурных продуктов предлагает инвесторам «ВТБ Капитал»?

– Для начала я бы разделил существующие стратегии на продукты, которые предлагаются международным инвесторам, в том числе продукты, имеющие рублевую основу, и инструменты, ориентированные на локальных игроков. Бизнес «ВТБ Капитала» — глобальный, поэтому мы ориентируемся на все группы инвесторов.

Если говорить о международных игроках, то у нас существует целая программа структурных нот, в рамках которой мы предлагаем широкую линейку продуктов с привязкой к практически любому классу активов. Наиболее активно «ВТБ Капитал» продает ноты с привязкой к валютам, процентным ставкам, ноты с различными деривативами на акции и сырьевые товары.

Что касается локального рынка, то для его участников наибольший интерес представляет другой вид инструментов — структурные депозиты.

– Чем привлекателен этот продукт для локальных игроков в текущих рыночных условиях?

– Еще в 2010 году наметился некий тренд, который мы продолжаем наблюдать и в настоящее время: на рынке стали модными так называемые бивалютные депозиты. Клиент размещает средства на депозит в одной валюте, а банк, привлекающий депозит, предусматривает для себя право выбирать валюту, в которой депозит будет погашен, предлагая за это более высокую доходность. То есть фактически клиенты продают банку валютный опцион в обмен на повышенную доходность. С учетом того, что у многих компаний в России аккумулируется достаточное количество долларовых активов, которые они хотели бы разместить

под более высокую доходность (на фоне тренда на укрепление рубля), упомянутая выше стратегия представляется весьма интересной. К примеру, локальные игроки размещают деньги в долларах, у банка есть право конвертировать доллары в рубли по более высокому (чем спот-курс на дату размещения) курсу, но этого не происходит, потому что рубль укрепляется, соответственно клиенты, разместившие средства в такие структурные депозиты, получают повышенный процент.

Если же попытаться в целом охарактеризовать то, что сейчас происходит на рынке, то я бы назвал это в известном смысле погоней за carry trade, за повышенной доходностью. Никто не ждет каких-то драматических скачков волатильности, резких движений курсов валют. Сегодня на рынке господствует мнение о том, что по крайней мере в следующие несколько месяцев узкий диапазон колебания валют сохранится. Поэтому локальные и международные игроки пытаются воспользоваться сложившейся ситуацией, получив более высокую доходность. Данная тенденция наиболее ярко проявляется в валюте, но справедлива и в отношении ставок. Все ожидают, что повышение ставок неминуемо произойдет, причем это касается всех рынков. Представляется весьма вероятным, что страны Азии готовы пожертвовать частью экономического роста ради борьбы с инфляцией. Соответственно, возможно повышение ставок в этих странах. Похожие сигналы поступают из ЕС и США. С другой стороны, подобные ожидания создают предпосылки для того, чтобы немножко подзаработать, пока повышения не произошло. Еслиы вы понимаете, что с большой долей вероятности ставки вырастут через год, на протяжении тех месяцев, пока они остаются низкими, у вас есть возможность получить чуть большую доходность.

– Вы уже упомянули о том, что помимо структурных депозитов в арсенале «ВТБ Капитала» есть также выпускаемые банком структурные ноты, которые ориентированы в первую очередь на иностранцев. Это означает, что российские участники в такие продукты пока вкладываться не готовы?

– На самом деле, это целая линейка продуктов, в рамках которой инвесторы получают возможность «зашить» практически любой дериватив в ноту с риском VTB Capital plc (лицензирован FSA) и, соответственно, купить ее на себя. Данные стратегии мы также можем предлагать локальным игрокам. Но нужно понимать: в силу новизны этих продуктов потребуется достаточно длительное время, чтобы о них узнали на внутреннем рынке.

Существует определенный экономический цикл. На разных этапах рынку присущи либо страх, либо жадность. Сразу после кризиса 2008 года инвесторам было страшно. Потом наступил период, когда страха и жадности не было вообще. Затем страха стало меньше, жадность начала преобладать.

Ясно, что когда жадность берет верх над страхом, инвесторам хочется получить больший доход, заработать который при помощи традиционных продуктов уже не удается. Условно говоря, если раньше хорошую доходность по рублевым бумагам с рейтингом можно было получить всяких встроенных деривативов, то смотреть на стратегии со встроенными производными инструментами инвесторам в общем-то было незачем.

> НА ДАННОМ ЭТАПЕ ДЛЯ ЛОКАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ ДАЖЕ НОТЫ СО СТОПРОЦЕНТНОЙ ЗАЩИТОЙ НОМИНАЛА И ВСТРОЕННОЙ ДЕРИВАТИВНОЙ СТРАТЕГИЕЙ — ЭТО ВСЕ ЕЩЕ ЭКЗОТИКА

Сейчас, получая небольшую прибыль по кредитному риску и понимая, что этого недостаточно, инвесторы все чаще интересуются производными продуктами, которые позволяют им увеличить уровень доходности. Но процесс достаточно длительный: нужно, чтобы рынок «созрел» для подобных решений. Пока, наверное, мы находимся на начальной стадии — когда только рассказываем участникам рынка о существующих возможностях деривативных стратегий.

– То есть сейчас это скорее просветительская работа?

– Увы, на данном этапе для локальных инвесторов даже ноты со стопроцентной защитой номинала и встроенной деривативной стратегией — это все еще экзотика. Психология понятна: когда все покупают, и я куплю. А вот быть первым всегда страшновато. С другой стороны, очевидно, что и доходность, которую вы при этом получаете, значительно выше.

– И какова доходность?

– В каждом конкретном случае все зависит от вашего взгляда на рынок. Если вы хотите получить 10%, мы сможем предложить вам такие стратегии, которые вас к этому ориентиру по доходности приблизят. Но нужно внимательно смотреть на возникающие при этом риски. Например, вы можете поставить на то, что курс рубля к доллару будет меняться в течение следующего года в диапазоне 20 коп., и получить за это многократное увеличение доходности, а можете поставить на то, что он будет колебаться в пределах 3 руб., и получить за это гораздо меньше.

Чем выше доходность, тем выше риск. Но всегда есть какой-то разумный компромисс между тем, что инвестор хочет получить и чем он готов для этого пожертвовать. Все это должно сочетаться с осмысленным взглядом на рынок, будь то валюта, сырьевые товары или акции.

Основной посыл заключается как раз в том, что, применяя деривативные стратегии, можно получить очень широкий набор сочетаний риск/доходность: в зависимости от интересов каждого конкретного инвестора есть возможность создать структурный продукт, который будет идеально подходить под его личные потребности.

– Не секрет, что в России довольно слабая законодательная база по производным инструментам. Какие регуляторные изменения, по-вашему, необходимы, чтобы этот рынок стал функционировать более эффективно?

– По моему мнению, в конце всей цепочки должен стоять маленький инвестор (в идеале — частное лицо). С этой точки зрения мы, наверное, находимся в самом начале пути. К примеру, если говорить о перспективах структурных депозитов, то существующая в настоящее время возможность досрочного расторжения депозита физическим лицом с применением минимальных санкций фактически ставит крест на будущем этого продукта.

Российское законодательство достаточно эффективно с точки зрения защиты прав частных лиц. Но для того чтобы банку было экономически выгод-

но встраивать в депозит какой-то дериватив для физического лица, ему нужно быть уверенным в том, что и его риски застрахованы.

Скажем, есть какой-то структурный депозит, в котором банк продает некий опцион клиенту. При этом банк идет и покупает тот же самый опцион на рынке, чтобы хеджировать риски. Но в какой-то момент рынок вдруг начинает ухудшаться, и через месяц частный инвестор забирает свои средства. А банк в итоге теряет деньги.

Очевидно, что пока, к сожалению, перед регулятором стоят гораздо более важные задачи, чем реформирование законодательной базы по структурным депозитам для «физиков». Впрочем, сейчас мы видим тенденцию к снижению ставок по депозитам. Если в какой-то момент они дойдут до неких критических значений, возможно, возникновение спроса на новые стратегии породит, в том числе, регуляторные изменения.

Со структурными нотами дело обстоит чуть проще. Но здесь, повторюсь, нужно проделать очень большую подготовительную работу, объясняя потенциальным инвесторам, что это за продукт и зачем он нужен. Для того чтобы люди начали интересоваться структурными нотами, должно, опять же, произойти существенное снижение доходности по классическим депозитам. Тогда, приходя в банк, клиенты будут говорить: «Я не хочу размещать доллары под 1% годовых — покажите мне другие продукты».

Пока мы жили в эпоху высоких ставок, когда в ряде банков клиенты получали двузначный уровень доходности по депозитам, никто и не думал про структурные продукты. В настоящий момент ситуация неопределенная: продолжится ли снижение ставок или те значения, что мы видим сейчас, свидетельствуют об окончании тренда снижения, и в дальнейшем высокие инфляционные риски приведут к росту ставок по целому спектру инструментов, в том числе по депозитам? Сейчас в определенном смысле наступает момент истины.

– В отличие от России, структурные ноты в Европе, Азии, США давно пользуются достаточно большой популярностью. Как международные инвесторы сегодня оценивают риск, имеющий российскую специфику?

– Многим международным инвесторам интересно видеть Россию как часть сегмента EM (развивающихся рынков), например как часть BRIC. Поэтому если вы рассчитываете на более динамичный рост на развивающихся рынках, вам, скорее всего, будут интересны продукты, ориентированные на BRIC. В этом смысле все процессы, которые происходят в России и находят свое отражение в курсе валюты, ставках и так далее, будут оцениваться именно в контексте BRIC. Поэтому Россия часто интересна не сама по себе, а как компонент какой-то большой стратегии.

> «ЕСЛИ У НАС ЕСТЬ ВЫСОКАЯ БАЗОВАЯ СТАВКА И ШИРОКАЯ ЛИНЕЙКА ПРОДУКТОВ, КОТОРЫЕ МОЖНО ВСТРОИТЬ В СТРУКТУРНЫЙ ДЕПОЗИТ ИЛИ НОТУ, МЫ ОБРЕЧЕНЫ БЫТЬ ПЕРВЫМИ»

Поскольку мы предлагаем международным инвесторам продукт, имеющий ярко выраженную российскую специфику (он сочетает в себе фактически взгляд на уровень российского кредитного спреда и взгляд на валюту или ставки), то круг наших потенциальных клиентов по данным продуктам достаточно узкий. Как правило, это крупные фонды, которым интересна Россия. Но это не значит, что «ВТБ Капитал» будет и дальше предлагать международным игрокам только такую стратегию. Это лишь первый шаг по развитию глобального инвестиционного бизнеса группы ВТБ.

– То есть в перспективе вы сможете продавать продукты, охватывающие более широкую географию, например весь EM?

– Безусловно. Мы показываем очень хорошую динамику развития продуктовой линейки для локальных и международных инвесторов. Просто пока «ВТБ Капитал» в большей степени сконцентрирован на российской истории. Надо переходить от простого к сложному. Наверное, нужно сначала научиться делать достаточно простые и понятные вещи и завоевать определенную долю на рынке, чтобы потом использовать эти завоевания как плацдарм для дальнейшего наступления.

– Конкурентами «ВТБ Капитала» на этом рынке являются в первую очередь глобальные банки?

– И да, и нет. На самом деле, в настоящий момент на этом рынке конкурентов у нас очень немного. Причина проста. Из чего складывается привлекательность того или иного инвестиционного продукта, например структурной ноты? Есть базовая ставка, которую банк готов платить инвестору. В нашем случае инвестор покупает бумагу «ВТБ Капитала» и фактически получает премию за наш кредитный риск. Это первая составляющая ценообразования. Вторая часть — собственно та линейка продуктов, которую компания предлагает. То есть, если у нас есть высокая базовая ставка и широкая линейка продуктов, которые можно встроить в структурный депозит или ноту, мы обречены быть первыми. Возьмем российские банки: у них могут быть высокие базовые ставки, но в большинстве своем нет в распоряжении того продуктового инструментария, которым располагает «ВТБ Капитал». С другой стороны находятся западные банки: у глобальных игроков, безусловно, есть все технологии для создания широкой продуктовой линейки, но у них нет высокой базовой ставки. А у нас есть и то, и другое.

– Чего вы ждете от этого рынка в текущем году?

– Учитывая специфику нашего продукта, я думаю, что на локальном рынке у нас есть все шансы на успех. Доходность по традиционным инструментам продолжит снижаться, инвесторы будут искать для себя новые идеи, вкладываться в более прибыльные продукты. В этих условиях хорошо будут работать различные стратегии, ориентированные на валюту, ставки, сырьевые товары, акции. Это будет год погони за повышенной доходностью. Если, конечно, не произойдет что-то экстраординарное. Пока подобных сигналов я не вижу.

Убежден, что будет расти интерес к России и среди международных инвесторов. Да, на данном этапе мы не предлагаем продукты, которые кроме России включают в себя другие развивающиеся рынки. Мы пытаемся продавать российскую историю международным инвесторам. Думаю, что на этом поприще сможем достигнуть хороших успехов. Я связываю это с ростом аппетита к российскому риску в целом.