Василий ФЕДОРОВ,
генеральный директор брокерской компании «РОНИН»

«Рынка, который существовал до украинских событий, больше не будет»

О преимуществах гибкой стратегии развития, прогнозах на нефть, специфике азиатских рынков и будущем российского рынка облигаций в интервью Cbonds Review рассказывает Василий Федоров, генеральный директор брокерской компании «РОНИН».

– По итогам прошлого года инвестиционная компания «РОНИН» заняла восьмое место в ренкинге организаторов облигационных займов, подготовленном Cbonds. Скажите, каковы ваши амбиции в ренкинге текущего года?

– Я бы сказал, что у нас в принципе нет каких-либо амбиций. Мы занимаемся тем, что приносит доход нам и нашим клиентам. Например, в 2009 г. «РОНИН» занял то же самое место в ренкинге организаторов. Получилось это по одной простой причине: в 2008 г. все дески DCM были разогнаны, а в 2009 г. к нам стали приходить люди с просьбой помочь разместиться. В тот период мы проводили много размещений, в том числе крупнейшее на тот момент в истории рынка и первое после кризиса размещение еврооблигаций «Газпрома». В 2010 г. все вновь наняли DCM-команды, и для нас этот бизнес стал менее интересен, он практически перестал приносить деньги. В этом году пока у нас было только одно размещение. Посмотрим, что будет дальше.

– Почему после кризиса 2008 г. компании обратились именно к вам как к организаторам?

– Потому что на этом рынке конкуренции не было как таковой. Безусловно, такие крупные игроки, как Сбербанк и «ВТБ Капитал», занимались размещениями, но больше никого не было. Многие опасались в тот период брать на себя организаторские гарантии. Тогда, насколько я помню, на рынок выходили такие эмитенты, как «Транснефть» и Томская область — нам показалось интересным принять участие в размещении, было понимание того, что эти бумаги можно разместить.

– Возобновится ли спрос на рублевые долговые инструменты? Когда можно ожидать стабилизации внутреннего долгового рынка?

– Я думаю, что сейчас спрос на облигации есть, он не нулевой. Проблема скорее в другом: на рынке нет предложений. Эмитенты не готовы размещаться на текущем уровне ставок, понимая, что, скорее всего, через полгода мы будем жить в других, более комфортных условиях. Обратите внимание, сейчас в основном размещаются короткие банковские выпуски либо проходят вторичные размещения. Другой немаловажный момент: половина из тех выпусков, которые потенциально

будут размещаться, являются санкционными, поэтому спрос от банков-нерезидентов автоматически становится нулевым.

— Где сейчас рынок ищет рефинансирование?

— Я бы сказал, что сейчас компаниям деньги по таким ставкам не нужны. Есть некий спрос от хороших имен на кредиты для поддержания деятельности — это минимальные объемы, для которых выходить на публичный рынок не имеет смысла. Наоборот, сейчас многие компании предпочитают выкупать свой долг. Особенно это заметно на рынке еврободнов. Кто-то выкупает долг, как, например, «ВымпелКом» и «Северсталь», кто-то выкупает акции — «Евраз» и «Норильский никель». Уровень ставок сейчас неприемлем для публичного привлечения денег, поэтому основная тенденция — это пополнение оборотных средств компании через небольшие займы у банков и выкуп своих долгов.

— Какие прогнозы можно сделать относительно снижения ставок?

— Можно посмотреть на кривую ОФЗ и сделать вывод о том, что рынок сам уже предполагает снижение ставок. Также нужно обратить внимание на заявление ЦБ, которое недвусмысленно показывает, куда будет двигаться ключевая ставка. Очевидно, что при нынешней ставке экономика не функционирует. Все стремления рынка направлены на снижение ставки. Если, конечно, с Украины не придет каких-то шокирующих новостей.

— Каков сейчас спрос на российские еврооблигации?

— Безусловно, спрос от наших внутренних инвесторов есть. Далее, я думаю, вырастет спрос и от западных участников рынка, поскольку доходности наших бумаг очень привлекательны. Например, сейчас германские десятилетние бонды дают доходность примерно 0,1–0,2%, в Швейцарии вообще ставки отрицательные до десяти лет, а при этом несанкционные бумаги российских корпоратов из санкционных списков предлагают доходности на уровне не меньше 7%. Где еще такое взять?

За последний год на внешних рынках практически ничего не размещалось, наоборот, бумаги выкупаются, погашаются (зачастую досрочно), и рынок сам по себе катастрофически сжимается. Также стоит упомянуть программу Банка России, по которой сейчас, наверное, уже порядка $35 млрд было отдано в РЕПО — это бонды, ушедшие с рынка. Вероятно, этот объем ЦБ доведет до $50 млрд. Выходит, что предложений на рынке не остается, а доллары у людей есть, и очень много. В результате на те бумаги, которые еще в рынке, спрос, безусловно, есть.

— Какова сейчас роль частного инвестора на рынке облигаций? Какие бумаги наиболее интересны для личного инвестирования?

— Я думаю, что для частного инвестора альтернативу банковскому депозиту за последние лет пятнадцать найти очень сложно, так как доходности по депозитам всегда были чуть выше или сопоставимы с доходностями по облигациям. К тому же, они еще и налогово чистые. Если говорить о валютных вкладах, то сейчас еврооблигации выгоднее депозитов. Тем не менее, не каждый частный инвестор готов к столь долгим вложениям. В прошлом году, когда доходность по еврооблигациям была сильно выше, чем по депозитам, можно было говорить о высоком спросе клиентов на инвестиции в еврободнов. Ситуация обострялась предположениями о том, что, возможно, скоро все вклады в Сбербанке, например, будут в рублях по курсу. Поэтому желающие перестраховаться начали вкладываться в еврооблигации и хранить их при этом не в России.

— Что вы можете сказать о роли структурных продуктов на современном рынке? Можно ли говорить о том, что такие инструменты для инвестора выгоднее депозита?

— Чаще всего получается так, что среднестатистический инвестор плохо понимает, что собой представляют структурные продукты — например, барьерные опционы на доллар/рубль, на которых погорело немалое количество людей. Различные (в основном американские) дома в свое время предлагали организовать финансирование в рублях, включая опцион: если пара доллар/рубль будет равна 40 (когда доллар стоил, например, 28 руб.), ваше фондирование становится долларовым по курсу 28 руб. за доллар. Люди оценивали, что таким образом привлекают финансирование на 2% дешевле. В тот момент казалось, что доллар никогда не будет стоить 40 руб. А когда доллар достиг этой отметки, люди фактически оказались с проданной валютой на уровне 28 руб. Об этом мало говорили и мало писали, но мне кажется, что практически каждый крупный банк и крупный корпорат на этом прогорел.

Мое отношение к структурным продуктам сформировалось еще в начале 2000-х гг., когда в НОМОС-БАНК приезжали западные банкиры и предлагали структурные продукты. Мы тогда четко дали понять, что из возможных структурных продуктов инте-

ВАЖНО ПОНИМАТЬ, ЧТО У РОССИЙСКИХ БОЛЬШИХ ИГРОКОВ, В ОТЛИЧИЕ ОТ ЭМИТЕНТОВ СТРАН ЛАТИНСКОЙ АМЕРИКИ, ЕСТЬ КУЛЬТУРА ПЛАТИТЬ ПО ДОЛГАМ

ресны опционы (возможность покупать и продавать) и РЕПО, а все остальное слишком непонятно, рискованно и фактически может быть смоделировано через два вышеупомянутых инструмента.

Приведу в пример также историю с VIP-вкладчиками банка «ТРАСТ», которые покупали ноты, являвшиеся на самом деле субординированными депозитами. Никто не предупреждал инвесторов, что в случае санации они не получат ничего.

— Есть ли возможность у российских эмитентов и инвесторов выйти на азиатские рынки?

— На азиатских рынках нет культуры публичных заимствований, а следовательно, для нас получается, что и самих рынков просто не существует. Часто общаюсь с банкирами, которые приходят в китайские банки с предложением открыть кредитную линию на определенный проект. Банки соглашаются, но на определенных условиях: например, на объекте должно будет стоять китайское оборудование, трудиться китайские рабочие. Получается, что это кредит самим себе, по большому счету, просто географически в России.

Недавно начался процесс массового открытия корсчетов в китайских банках, когда инвесторы боялись, что в Европе и США будет все заморожено. Сначала китайский рынок хорошо воспринял приток новых денег, но потом насторожился. Я думаю, что вести дела с азиатскими странами пока для нас неудобно, они не заточены под подобные сделки. Скорее стоит использовать возможности китайских банков для хранения каких-то денег, которые не работают — наверное, это надежно, американские санкции туда не доберутся.

— Как вы оцениваете риски нового падения нефти?

— Я не жду нового сильного падения нефти в долгосрочной перспективе. Вообще не понимаю, как невозобновляемый ресурс может падать в цене на протяжении долгого времени при нулевых ставках и неограниченной денежной эмиссии по всему миру. Падение нефти вызвано искусственными причинами, но какими именно — не берусь судить. Возможно, рынок так реагирует из-за военных конфликтов на Ближнем Востоке, или Саудовская Аравия хочет помешать сланцевой революции в Штатах, или США таким образом намеренно провоцирует падение России — догадок может быть очень много. Одна из самых распространенных теорий заключается в том, что сейчас работает та же стратегия, что и в начале 80-х гг., когда Америка «озлобилась» на Россию: случилась война в Афганистане, куда ушло неимоверное количество ресурсов, и в этот момент упали цены на нефть. Сейчас то же самое: конфликт на Украине и одновременное падение цен на нефть — в теорию заговора укладывается.

— Какие прогнозы можно сделать относительно падения и роста национальной валюты?

— Боюсь, что в ближайшем будущем Центробанку придется применять меры по борьбе с чрезмерным укреплением национальной валюты. Сейчас спроса на валюту нет, долги выплачены, импорт упал на 35%. Не удивлюсь, если в скором времени мы будем платить 50 руб. за доллар, и это та цифра, которая может всех устраивать. Думаю, что на этой отметке ЦБ начнет совершать новые покупки валюты.

— Учитывая, что организаторский бизнес сейчас не приносит высокого дохода, расскажите, как изменилась стратегия «РОНИН»?

— Я всегда так подходил к развитию бизнеса: не нужно пытаться угадывать, в каком месте рынок будет развиваться и где можно будет заработать денег — спрос на те или иные услуги появится сам, придут люди и попросят что-то сделать. Предугадать, что именно потребуется от компании, невозможно. Я считаю, что нужно быть достаточно гибкими и уметь за короткий срок приспосабливаться к потребностям рынка, чтобы предлагать клиентам какой-то востребованный продукт.

Думаю, что того рынка, который существовал до украинских событий, больше уже не будет. Возможно, сильный удар, который мы получили на фондовом и долговом рынке, был от излишней зависимости и открытости. Если бы рынок был более зарегулированным, скорее всего, не было бы сейчас такой драматичной волатильности. Ведь была возможна и казахская модель рынка, где каждый шаг должен быть согласован с регулятором, где нет ни одного негосударственного пенсионного фонда, торговля валютой происходит на бирже, нет никакого межбанка, девальвация валюты происходит планово и никто не может на этом заработать.

Вообще я считаю, что инвесторы вернутся на российский рынок очень скоро. Когда начались волнения на Украине, наша экономика начала стремительно падать, многие сказали: «Мы больше не хотим российского риска». Тем не менее, альтернативы нашим эмитентам по-прежнему нет: инвесторы пришли в Бразилию, Венесуэлу, которая предлагала двухзначные доходности по бумагам, и сильно поплатились. Важно также понимать, что у российских больших игроков, в отличие от эмитентов стран Латинской Америки, есть культура платить по долгам.

— На чем сейчас зарабатывает «РОНИН»? В чем заключается ваш главный интерес?

— С начала года это комиссионная торговля облигациями и рынок РЕПО. Объемы по РЕПО у нас с марта по декабрь прошлого года сократились в десять раз, но с начала этого года обороты выросли уже в два раза. Московская биржа сделала несколько правильных шагов в направлении развития РЕПО с центральным контрагентом: произошло снятие контрагентсткого риска, появилась возможность совершать сделку с любым участником рынка независимо от имени — на него не нужны лимиты, ты не несешь на него рисков, несешь только риски на центрального контрагента. С 27 апреля биржа запускает РЕПО с центральным контрагентом на еврооблигациях в долларах и евро — думаю, среди наших клиентов будет высокий интерес к этому инструменту.

— Являетесь ли вы частным инвестором?

— Достаточно того, что я участвую в управлении капиталом группы RONIN Partners, являясь одним из ее акционеров. Как частное лицо я на рынок не выхожу, предпочитая обычные расчетные счета и изредка депозиты, просто чтобы не распылять усилия. К тому же, знаю немало примеров, когда профессионалы в отрыве от основной деятельности пытаются заняться частными инвестициями, например на Forex, и это приводит, как ни странно, к печальным результатам. Как оригинально выразился один наш клиент, «вложения в бонды — это инвестиции, а проигрыш на Forex — это для души».

Интервью бралось 7 апреля 2015 г.