Игорь ЕШКОВ,
управляющий директор, глава локального рынка, Газпромбанк

«Продолжаем строить в Москве международный финансовый центр»

Управляющий директор, глава локального рынка Газпромбанка Игорь Ешков рассуждает в интервью Cbonds Review, почему не стоит ждать появления новых имен на российском рынке долга в ближайшее время, что делать с невысокой ликвидностью в секторе корпоративных бондов, как помочь нерезидентам полюбить не только ОФЗ, но и корпоратов, почему на рынке явно назрела коррекция и будет ли спрос на концессионные проектные облигации у населения.

– Какие ключевые тенденции на российском облигационном рынке вы бы выделили в текущих условиях? Отвечает ли рынок ожиданиям, которые были у участников в конце прошлого — начале этого года?

– Прежде всего, я бы рассматривал рынок отдельно с точки зрения эмитента и с точки зрения инвестора. На рынке ведь две стороны. А мы являемся тем звеном, которое позволяет все процессы между этими сторонами максимально оптимизировать.

Если оценивать ситуацию с позиции эмитента, то стоит выделить в первую очередь совершенствование правового регулирования эмиссии ценных бумаг. Это, прежде всего, исходит от Банка России, Московской Биржи. Мы как ведущий организатор выпусков на рублевом рынке принимаем активное участие в этой работе. За последние годы правовой режим для эмитентов стал намного более гибким и лояльным, это серьезно облегчает жизнь потенциальным заемщикам, снимает очень много ненужных элементов в такого рода сделках.

– А что выигрывают инвесторы в текущей ситуации?

– С точки зрения снижения ставок и результатов денежно-кредитной политики, которую Банк России взял на вооружение, рынок, безусловно, отвечает интересам инвесторов. Всю первую половину года мы наблюдали снижение ставок, ралли в облигациях, мы видели хорошие, успешные сделки, инвесторы были на позитиве. Рынок стал предлагать эмитентам длинные деньги: мы видели семилетние, десятилетние сделки.

– Да, но пока это все те же первоклассные заемщики…

– По объективным причинам — да. Хотя единичные выпуски на срок семь–десять лет во втором эшелоне также возможны, но в большинстве случаев такие сделки характерны для крепкого рынка.

– Выходит, несмотря на то что эмитенты получили более благоприятный режим, больше имен на рынке не стало?

ОЖИДАТЬ ГЛОБАЛЬНОГО УХУДШЕНИЯ СИТУАЦИИ НЕ СТОИТ, НО КОРРЕКЦИЯ ЯВНО НАЗРЕЛА

– И не станет. Потому что деньги, которые приходят в НПФы, это не свежие деньги, а результат перераспределения ликвидности на рынке. Условно говоря, выбыл один большой игрок — государственная управляющая компания ВЭБ ДУ, деньги передаются в негосударственный пенсионный фонд. Глобально денег на рынке не прибавляется. Поэтому когда на рынок выходят большие имена из первого эшелона, то третьему эшелону просто ничего не достается. Ситуация коренным образом изменится, когда первый эшелон не будет в таких объемах занимать на внутреннем рынке, и свободная ликвидность, хочешь не хочешь, уйдет третьему эшелону.

Но пока санкции сохраняются, многие первоклассные заемщики вынуждены привлекать деньги в России. Это, собственно, и является ответом на вопрос, почему у нас количество эмитентов уменьшилось, а объем сделок вырос. Те крупные компании, которые раньше могли получать инвестиционный ресурс на западном рынке, сейчас вынуждены искать фондирование в России.

– То есть ситуация с профицитом ликвидности в системе — это некая иллюзия?

– Для начала давайте определимся, о какой ликвидности мы говорим. Если речь про ликвидность в системе в целом, на данном этапе у банков действительно нет необходимости закладывать активы, брать у ЦБ деньги взаймы. Пока бюджет дефицитный, в системе все в порядке. Если мы говорим про ликвидность на рынке ценных бумаг, то она ведь регламентируется лимитами. Если мы говорим про банковские лимиты, то там есть ограничители в виде норматива Н6 на заемщика. То же самое касается пенсионных фондов, у которых свои лимиты на заемщиков. Емкость лимитов основных инвесторов серьезно ограничивает ликвидность на долговом рынке. Отдельные новые имена будут появляться. Например, в начале июля «Связьинвестнефтехим» разместил дебютный выпуск на 20 млрд руб. и поставил рекорд в рублевом сегменте: дебютных размещений такого объема на рынке до сих пор не было. Вот такие дебютные сделки возможны. Но третий эшелон пока будет оставаться в аутсайдерах.

– Во втором эшелоне дела обстоят лучше?

– Мне кажется, со вторым эшелоном все в порядке. Посмотрите на сделки, которые мы уже провели в текущем году, в числе их участников много представителей крепкого второго эшелона: Трансмашхолдинг, ГТЛК, ЧТПЗ, МОЭСК, АФК «Система», «Лента», «Еврохим», «Уралкалий», X5, «Акрон»... Сделки идут, другой вопрос, что облигации по-прежнему остаются для заемщиков дополняющим инструментом. Пока кредитные ставки находятся на достаточно низких уровнях, большинство эмитентов предпочитают перекредитоваться, а не спешить с облигациями. И это еще один ответ на вопрос, почему на рынке так мало новых имен. Некоторые эмитенты просто ждут своего часа, и если они сейчас видят хорошую альтернативу облигациям в виде кредитного ресурса, то, конечно, предпочитают именно этот инструмент.

– Одна из особенностей российского облигационного рынка корпоратов — его невысокая ликвидность, что, в частности, мешает более активному привлечению иностранцев в этот сегмент. Как вы считаете, можно ли ожидать роста ликвидности в корпоративном секторе, какие факторы могут повлиять на этот процесс?

– Это абсолютно справедливое замечание. Иностранцам всегда было важно иметь возможность быстро войти в бумаги и выйти из них. Сегодня доля нерезидентов в корпоративных выпусках крайне низкая. Это совсем не то, что мы видели в 2006–2007 годах, когда иностранцы массово заходили в первый эшелон. У нас были сделки, в которых 70–80% выпуска выкупали иностранные банки. Но тогда годовые NDF стоили 0% либо 1%, и ставки 7–7.5% в рублях давали просто колоссальную валютную прибыль. Инвесторы могли, имея большую подушку по доходности, не предъявлять сверхтребования к ликвидности. Они просто покупали бумаги и держали до погашения. Потом наступили 2008 и 2009 годы, когда многие иностранцы хотели выйти из этих бумаг, но не смогли. Все учатся на ошибках. Сегодня требование к ликвидности является одним из основных. Кроме того, сегодня у инвесторов еще и много вопросов, связанных с геополитическими рисками, их никто не отменял. ОФЗ с объемами выпусков 150 млрд руб., 200 млрд руб., 250 млрд руб. дают иностранцам ту самую искомую ликвидность.

Попробуйте зайти в корпоративный выпуск объемом 20 млрд руб. (а это большой объем) с ордером, скажем, на 3.5 млрд руб. Что будет с ценами и насколько они сдвинутся? На рынке ОФЗ такого, к счастью, нет. Поэтому нерезиденты в первую очередь заходят в ОФЗ. У нас есть решение, которое позволит привлечь иностранных инвесторов и на рынок корпоративного долга. Если нам удастся его реализовать, это станет темой отдельного разговора. Если у нас получится сделать ликвидный

корпоративный выпуск, то, я думаю, мы сможем решить и вопрос снижения спреда к ОФЗ. В принципе, мы жили во времена низких спредов благодаря нерезидентам, которые активно заходили в корпоративный сектор. Тогда спреды были на уровне 30–40 б.п. к ОФЗ. Если убрать существовавшую в тот период разницу в налоговых ставках (корпораты облагались по ставке 20%, ОФЗ — по ставке 15%), то в принципе можно считать, что спреда не было. Теперь с 1 января 2017 года налогообложение одинаковое, а спреды остались. Да, сейчас для первого эшелона они уже ниже 100 б.п., но все равно крайне высокие.

– Почему?

– Потому что, по сути, сейчас у нас на рынке есть два разных актива. Рынок государственных ценных бумаг, где в значительной степени присутствуют нерезиденты: в эталонных ОФЗ с фиксированным купоном их доля составляет порядка 60%. Оставшиеся 40% — это российские участники, которые периодически заскакивают на этот рынок, чтобы просто прокатиться вместе с нерезидентами. И второй сегмент — это рынок корпоративного долга, где преобладают локальные инвесторы.

– 60% иностранцев на рынке госдолга — не слишком ли высокие риски для системы?

– 60% иностранцев в эталонных ОФЗ с фиксированным купоном. Если же мы говорим о совокупном объеме рынка государственного долга, то доля нерезидентов там составляет 30%. Давайте проведем небольшой экскурс в прошлое. Впервые нерезиденты на рынок госдолга стали заходить в 1995 году. Тогда основным провайдером иностранных денег в России был Credit Suisse. Он приносил валюту в ЦБ, Банк России давал взамен рубли, Credit Suisse по неконкурентной заявке участвовал в размещении госбумаг, ЦБ на выходе давал 18% в валюте. Тогда иностранцы действительно играли на этом рынке существенную роль. В 1997 году Банк России либерализовал правила размещения, иностранцы стали заходить на рынок напрямую через институт первичных дилеров, проводя с ними сделки валютного свопа. Тогда доля нерезидентов на рынке достигла порядка 30%.

В том же году начался азиатский кризис, который перекинулся на Россию, мы видели, чем все это закончилось. Понятно, что был слабый бюджет, дела и без того шли из рук вон плохо. Но то, что нерезиденты зашли в таком объеме на рынок госдолга, конечно, стало мощным триггером для последующей девальвации и сильнейшего кризиса на российском финансовом рынке.

Сейчас нерезидентов в ОФЗ действительно много. Но состав иностранцев неоднородный. Их можно условно разделить на две категории. Первая категория — это так называемые индексные инвесторы. Условно говоря, есть 16 рынков emerging markets, и инвесторы данной категории заходят во все эти рынки пропорционально. Если у нас происходит какая-то сильная коррекция — нефть падает, рубль обесценивается, — то на другом рынке обратная ситуация, так как не все emerging markets являются сырьевыми странами. Дешевая нефть приведет к более низкой инфляции, соответственно, ставки снизятся. Таких иностранных денег в российских ОФЗ львиная доля.

Вторая категория — это инвесторы, которые являются источником горячих, спекулятивных денег, но их немного. Именно поэтому при достаточно высокой доле нерезидентов на рынке мы наблюдаем ситуацию, когда рубль отвязывается от нефти. На мой взгляд, во втором полугодии фундаментальных инвесторов на рынке станет меньше, поэтому горячие деньги могут создавать более высокую волатильность, так как компенсатора становится меньше.

Первую половину года мы жили с очень устойчивым финансовым рынком, но следующие шесть месяцев будут весьма непростыми. Есть бюджет, есть задача — расходы с доходами сводить, резервный фонд не бесконечный. Я склоняюсь к тому, что в среднесрочной перспективе нефть будет падать. В этих условиях рынку рублевого долга будет довольно сложно. В конце июня — начале июля мы уже наблюдали некое забвение рынка: новых сделок практически не было, доходности росли, обороты резко упали.

– То есть большого потока сделок до конца года ждать не приходится?

– Ожидать глобального ухудшения ситуации не стоит, но коррекция явно назрела. Мы прекрасно понимаем, что в условиях любой коррекции сделок очень мало: инвесторы не хотят покупать то, что может обесцениться, а эмитент не хочет давать такую премию, которая бы могла скомпенсировать возможные потери инвесторов. И рынок останавливается. Не стоит забывать и про рынок кредитования, который всегда реагирует на внешние условия с некоторым опозданием, в отличие от облигаций: например, по облигациям ставки уже растут, а по кредитам еще снижаются, и, наоборот, по кредитам ставки могут еще повышаться, а по облигациям уже идет снижение. Вот вам и ответ на вопрос, почему эмитенты не спешат давать премии, когда ставки на рынке облигаций уже начали расти. Потому что есть альтернатива в виде кредитов, которые предлагают более дешевые деньги. В результате рынок замирает.

– Можно ли сказать, что доходности на рынке облигаций достигли дна?

– Банк России должен продолжить снижать ставку, чтобы рынок ожил. С отрицательным фандингом ведь долго не протянешь. Фандинг для торговых операций исчисляется исходя из стоимости коротких денег. Мы видим текущую стоимость коротких денег и ставки, по которым размещаются эмитенты сроком на пять лет. Они ниже. Инвестору только тогда будет интересно участвовать в сделках, по которым у него negative carry, когда он будет видеть рост цены. Пока предпосылок для роста цен практически нет. Мы хорошо выросли, соответственно, требуется остановка, требуется консолидация. А если нефть вдруг пойдет в зону $38...

– Думаете, такое возможно?

– Думаю, возможно, как и то, что в 2020 году нефть может стоить $20. Вот такая магия цифр.

– Вашего бизнеса это тоже коснется...

– Конечно, любой кризис ударит по нашему бизнесу достаточно сильно. Но я бы сказал, что для нас сейчас более реальной является другая угроза: развитие рынка идет по пути вытеснения посредника. IT-технологии уже позволяют минимизировать затраты на посреднические услуги на рынке облигаций, и биржа активно работает над тем, чтобы предлагать все больше и больше сервиса для эмитента. В какой-то момент она попытается эмитентам предложить продукт, по которому сама выступит синдикатом. К примеру, приходит эмитент на биржу, а у него там личный кабинет, биржа сделала биржевой букбилдинг, у биржи вся инвесторская база, к бирже все подключены. Вопрос в том, захотят ли инвесторы в эти игры играть.

— В чем ловушка для инвестора?

— У любого инвестора есть relationship с банком, любой инвестор понимает: вот есть Газпромбанк, который организует некую эмиссию, это значит, что лучший bid/offer по этой бумаге будет у Газпромбанка. Проще говоря, когда есть банк-организатор, то есть прозрачность сделки. Ты понимаешь, кто организатор, рассчитываешь, что вторичка по этой бумаге будет, и организатор будет вторичку поддерживать. А если мы уйдем от посредника при размещении, что дальше будет? А у кого будет интерес делать вторичный выпуск? А кто будет маркетмейкером? Не убьет ли это в принципе инвесторский бизнес как таковой: инвестор раз сыграл в эту игру, два сыграл, три сыграл, биржа синдицировала выпуск, загрузила тебя, а вторички нет. Вот и все.

Поэтому, конечно, наш бизнес не умрет, но ряд эмитентов новой опцией могут воспользоваться. Есть на рынке эмитенты, которые рассуждают приблизительно так: ликвидность вторичного рынка не важна, главное — ставка. Таких заемщиков немного, но они есть. И к такому развитию событий надо готовиться.

— Как вы считаете, первый эшелон в этой истории тоже будет участвовать?

— Вряд ли. Ведь что такое первый эшелон? Это большая компания, это большие объемы заимствований, это большой бизнес с банками. Соответственно, любой CFO заинтересован в том, чтобы сделка была успешной, а если что-то пошло не так, должен быть кто-то, кто несет за это ответственность. Организатор, например. Я думаю, именно по этой причине мы как посредники останемся в этом бизнесе: сами компании будут заинтересованы в том, чтобы был кто-то, кто отвечает за результат. Биржа эту задачу не решает, она всего лишь дает технологию. С другой стороны, небольшие компании вполне вероятно воспользуются новым сервисом. Там нет таких серьезных имиджевых рисков, как у первоклассных заемщиков, и объемы привлечения относительно небольшие.

— Насколько мне известно, в планах ГПБ реализовать в этом году несколько проектов по размещению региональных облигаций для населения. Есть ли реальные перспективы работы с таким ресурсом, как инвестиции для физлиц?

— Это вполне логичный шаг: объем сбережений населения составляет около 23 трлн руб. Основной инструмент сбережений в России — депозиты банков. При этом мы все чаще в последнее время слышим об отзыве лицензий банков, где много людей хранили свои деньги. Нужно понимать, что для государства санация банка — очень дорогая история, легче и дешевле дать людям альтернативу в виде облигаций. Поэтому абсолютно правильное решение со стороны финансовых властей — направить огромный инвестиционный ресурс населения в экономику. Первый шаг — размещение ОФЗ для населения. Второй шаг — выпуск народных облигаций субъектов Федерации. У нас есть в работе несколько подобных проектов. В частности, Газпромбанк выступает одним из агентов по продаже облигаций для населения Ямало-Ненецкого автономного округа. Объем выпуска составит 1 млрд руб.

— Не так давно руководство банка заявляло, что один из перспективных проектов — разработка инструментов государственно-частного партнерства, концессионные проектные облигации с фокусом на население. Расскажите подробнее про специфику этого инструмента.

— Выпуск концессионных проектных облигаций — это третий шаг, который мы считаем необходимым реализовать для привлечения инвестиций физлиц в реальную экономику. Попробовав одолжить деньги органам власти, увидев, что органы власти исполняют обязательства по своим долгам, в следующий раз население может с большим доверием купить облигацию, выпущенную уже не от имени субъекта, а от имени концессионера, но под патронажем региональных властей. Например, региону требуется построить онкоцентр или физкультурно-оздоровительный комплекс, и население понимает: «Это же для меня строят, значит, я могу дать в долг».

Это очень правильный инструмент. Наверное, надо было думать о развитии этого сегмента чуть раньше. Тогда государство сэкономило бы массу денег, потраченных на санацию банков, а деньги населения уже сейчас можно было бы направлять в инфраструктуру. Но лучше поздно, чем никогда.

— В июне на Московской Бирже впервые за долгие годы состоялось полноценное размещение иностранных бумаг. «Казахстанские железные дороги» (КТЖ) заняли 15 млрд руб., в том числе с вашей помощью. Это единичная сделка, или все же есть шанс в перспективе увидеть новые размещения эмитентов из стран «ЕврАзЭС» в России?

— Безусловно, это знаковая сделка, которая показала, что мы создали достойную инфраструктуру, которой можно доверять. Когда бумага станет euroclearable, мы как организаторы размещения предпримем все усилия для того, чтобы иностранные инвесторы смогли зайти на Московскую Биржу и торговать этой бумагой. Мы показали хороший пример другим странам СНГ, они могут убедиться в том, что наша площадка обладает всеми необходимыми требованиями для проведения такого рода сделок.

В перспективе очень важен выход на наш рынок собственно суверенных заемщиков для создания механизма расчетов в локальных валютах. Важно, чтобы рынок свопов заработал в полную силу, а для этого нужно не только заводить на наш рынок корпоративных эмитентов, но и проводить размещения республик. Прежде всего это касается республик, которые исторически тяготеют к России, с которыми у нас выстроены хорошие политические отношения.

— Речь в первую очередь идет о бывших союзных республиках?

— Да, но не только. Это могут быть и другие страны, которые заинтересованы в расширении экономических связей с Россией, с которыми растет товарооборот. Мы будем прилагать усилия, чтобы это направление развивать, способствовать выходу новых иностранных эмитентов на рублевый локальный рынок.

— А спрос на такие инструменты со стороны инвесторов есть?

— Спрос, безусловно, есть. Для инвесторов такая бумага — хорошая альтернатива локальным бондам высококачественных заемщиков. Просто необходимо время, чтобы посмотреть, как SPV выплатит купон, что в самом Казахстане скажут об этой сделке, как другие эмитенты отреагируют на этот выпуск. Планов много, будем стараться развивать этот рынок, будем продолжать строить в Москве международный финансовый центр.

Беседовала **Антонина ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА**

shop.kalashnikov.com

Официальный интернет-магазин Концерна «Калашников»

МАКЕТЫ ОРУЖИЯ | ОДЕЖДА | СУВЕНИРЫ | АКСЕССУАРЫ

Фирменный магазин
Аэропорт Шереметьево, терминал Аэроэкспресс, торговая галерея

КАЛАШНИКОВ
КОНЦЕРН

Реклама