Денис ШУЛАКОВ,
первый вице–президент, глава блока рынков капитала, Газпромбанк

«Мы — российский банк и должны развивать российский рынок»

Главный редактор Cbonds Review встретился с первым вице-президентом, главой блока рынков капитала Газпромбанка Денисом Шулаковым и поговорил с ним о том, чего добился российский финансовый рынок за последнее десятилетие, есть ли перспективы у облигаций государственно-частного партнерства (ГЧП) для населения, почему российскому банку «стратегически» не стоит тратить усилия на конкуренцию с иностранными банками в долларовых евробондовых сделках и что до сих пор мешает Минфину разместить облигации в юанях на Московской бирже.

— Что бы вы назвали самым серьезным завоеванием российского финансового рынка за прошедшие годы?

— Думаю, это его либерализация (только без ярлыков, пожалуйста), благодаря которой российский рынок стал частью мировой финансовой системы. Фактически произошла синхронизация российских правил регулирования с мировыми, и в российском законодательстве на русском языке заложены лучшие рыночные практики, пусть не все, но главные уже есть. Финансовые рынки, которые позволяют современной капиталистической экономике эффективно распределять инвестиционные ресурсы и делить или синдицировать риски, начали активно использоваться эмитентами в России. Сегодня это уже дает возможность большому количеству участников рынка покупать и продавать локальные финансовые инструменты. Иными словами, Россия выстояла удар кризиса 2014 года, и у нас заработала мощнее, чем ранее, система распределения финансовых рисков, согласно общемировым стандартам, и прежде всего на основе рынка облигаций. Это наглядно иллюстрирует тот факт, что иностранные инвесторы сегодня покупают больше ОФЗ, чем российских еврооблигаций (34% ОФЗ в руках нерезидентов).

Из всех развивающихся рынков БРИКС Россия оказалась к сегодняшнему дню единственной, у которой полностью свободно конвертируемая национальная валюта и нет запрета на трансграничное движение капитала. Когда случился кризис 2014 года, в Россию приезжало немало западных экспертов, советовавших установить в стране контроль за движением капитала (capital control), чтобы, мол, сохранить деньги в системе. Однако Россия не закрылась, а спокойно продолжала работать. Знаете, когда идет шторм, кораблю, находящемуся в море, высокая волна угрожает гораздо больше, чем доске, потому что последняя легка, обтекаема, маневренна

Denis Shulakov
Gazprombank

и, как правило, остается на волне. Введение инфляционного таргетирования, последовательно реализованная либерализация валютного рынка добавили экономике в некотором смысле именно этой гибкости и маневренности. Да, нас побросало на волнах, но затем рынок вернулся на нормальные уровни. Помните — 2014 год, ключевая ставка 17%, а российский локальный рынок «не задохнулся»?! Уже к концу 2016 года объем первичных долговых размещений на локальном рынке превысил рекордный уровень 2013 года. По итогам 2017 года мы и эти показатели превзошли, имея диверсифицированную базу эмитентов и окрепший локальный инвесторский пул: в среднем в каждой сделке участвовало от 30 до 40 институциональных инвесторов, а кое-где и до 70 имен. Устойчивость к внешним шокам и появление локального пула инвесторов — это и есть завоевание рынка. Не забывайте, что за это время Россия и ряд компаний успели не только потерять инвестиционные рейтинги западных агентств, но и вернуть их. К тому же и национальное рейтингование вышло на новый уровень.

— О сильных сторонах поговорили, давайте теперь о слабостях…

— Мне кажется, что одно из наших слабых мест — это особенности восприятия рынка самими участниками. Вот мы сейчас с вами обсуждаем вероятные последствия новых санкций — и вы сомневаетесь, и многие из участников рынка сомневаются: «А выдержим ли?» Эта психологическая уверенность в своем рынке в моменте пока еще отсутствует. Но для того чтобы она появилась, должно пройти не три года, не пять и не десять лет. Важно даже не время, а совсем другое: эти упражнения, скачки волатильности, которые сейчас выглядят как слабость реагирования, по сути являются очень хорошей тренировкой для рынка. Это тот минус, который можно превратить в плюс. Мы как русская гончая — нас постоянно заставляют тренироваться, в этом отношении у нас в стране в принципе уже весьма натренированный рынок капитала. Вот и сейчас мы потренируемся и выйдем из этого состояния в очередной раз размятыми и подкачанными.

Еще один источник слабости — отсутствие четко поставленной задачи сделать рубль валютой международных заимствований. Если бы такая задача сегодня была прямо или косвенно поставлена, то ставка на рубль и на использование нашего рынка в мире делалась бы более агрессивно.

— Почему до сих пор это не являлось одним из приоритетов финансовых властей, как вы считаете?

— Хоть и медленно, но работа в этом направлении идет, за последние три-четыре года достаточно много сделано для того, чтобы участники международного рынка поверили в Россию, в то, что система работает. Потому что ты не можешь никого заставить у тебя занимать в рублях, если к твоей валюте нет доверия. Если экономика обладает запасом прочности и валюта стабильна, то в ней будут занимать, а если ставки по государственному долгу прыгают выше 10%, то на таком рынке никто из иностранцев системно занимать не будет. Когда в середине 2015 года ставки по первому эшелону эмитентов опустились ниже 10%, рынок облигаций стал более привлекательным. Это же как танго: для него нужны двое. Ты приглашаешь партнера, но он должен быть готов с тобой станцевать. Если помните, в прошлом году наш рынок протестировал возможности размещения иностранных эмитентов на основе российский инфраструктуры. Сделка по размещению локальных рублевых облигаций казахстанской железнодорожной монополии КТЖ — это как раз показатель развития российского рынка. Важно, чтобы его полноценно воспринимали не только иностранные инвесторы, но и иностранные заемщики.

— Вы довольно часто говорите о необходимости создания национального институционального инвестора в России, «импортозамещении» на российском финансовом рынке, если можно так сказать. Верно ли, что в условиях усиливающейся напряженности в отношениях России и Запада создание такого ресурса становится безальтернативным для российского рынка? Если да, то в каком направлении должны быть шаги? Есть ли в принципе возможности для того, чтобы такой ресурс создать?

— Институциональный инвестор — это концепция, ее очень легко персонифицировать. К примеру, у нас в стране уже создано около 10–15 активных управляющих фондами, в том числе и пенсионными деньгами, мы их видим практически во всех крупных выпусках корпоративных облигаций. Этот класс формировался по мере развития рынка и оформления правил игры. Самое главное, что в этих точках формируется экспертиза управления частными, пенсионными и страховыми деньгами. Для понимания: объем пенсионных денег в НПФ составляет около 3.6 трлн руб. Экспертиза, которая там создается, — это и есть то, что сегодня отличает наш рынок от состояния пятилетней давности, когда я уходил из Barclays в Газпромбанк в 2012 году. Тогда на этом рынке были единицы игроков и частота их участия в сделках была значительно ниже. Так что то, о чем я говорил, имея в виду создание национального институционального инвестора, уже произошло. Сейчас правильнее говорить о поддержке, о том, какие еще источники должны быть задействованы для развития национальной инвесторской базы. Таких источников много, но прежде всего это деньги населения.

Нужно показать населению новые возможности для создания инвестиций в условиях низких процентных ставок. Например, в I квартале текущего года доля физлиц в размещениях ОФЗ составила уже 7%, в корпоративных выпусках пока остается на уровне 4%. Вместе с тем основу облигационного рынка составляют именно классические инструменты, отвечающие потребностям эмитентов и создающие основной поток ликвидности на рынке.

— Как вы оцениваете усилия ЦБ по «бондизации» рынка? Эта затея работает, или она недостаточно эффективна?

— Усилия ЦБ по «бондизации» рынка изначально были направлены на повышение финансовой грамотности, и не только населения, но и представителей бизнеса и органов центральной и региональной власти. Мы поддержали начинания регулятора, приняв активное участие в проводимых мероприятиях. Не постеснялись и в 2016-м сказать в Совете Федерации, а на конференции во Владивостоке в июне 2017 года вновь активно подняли вопрос о размещении специализированных регио-

нальных облигаций для населения. К этому времени Минфин уже разместил ОФЗ для населения, а мы пошли в регионы, что в итоге привело к первому выпуску облигаций субъекта РФ (Ямало-Ненецкого автономного округа, ЯНАО) исключительно для физических лиц, размещенных на федеральном уровне, на базе центральной инфраструктуры рынка в октябре 2017-го.

Выпуск ЯНАО — успешно реализованный проект в рамках «бондизации» рынка, создавший прецедент для новых размещений других регионов. Мы продолжаем направлять наши усилия на повышение доступности облигаций для населения. При этом важно не просто научиться продавать долговые инструменты физическим лицам, но и вовлекать их системно на долговой рынок.

Надо сказать, наши усилия оправданы: мы наблюдаем постоянный рост доли физлиц в первичных сделках. В некоторых размещениях их доля может достигать 5–10% от объема эмиссии.

Конечно, многое зависит от рыночных условий: последнее время они благоприятствовали приходу частных денег на рынок на фоне снижения депозитных ставок и снижения доверия граждан к надежности некоторых банков, но в то же время нельзя не отметить рост финансовой грамотности населения. В этом плане специализированные выпуски для физических лиц, реализованные на примере ОФЗ и облигаций ЯНАО для населения, позволяют дотянуться до более широких слоев населения страны.

По нашим оценкам, часть долгосрочных депозитов частных лиц может рассматриваться как ресурс для этого рынка, который сопоставим с объемом рыночных выпусков облигаций в обращении, составляющим около 12 трлн руб.

— Насколько позитивным для вас оказался опыт размещения народных облигаций ЯНАО? Правда ли, что изначально Газпромбанк, готовя выпуск ЯНАО, планировал предложить более продвинутую конструкцию инструмента, чем ОФЗ для населения, однако ваша инициатива не встретила энтузиазма у Минфина?

— Выпуск ЯНАО был подготовлен при непосредственном взаимодействии с Минфином России. Мы создали пример универсального инструмента для любого субъекта РФ, позволяющий на базе привычной для эмитентов инфраструктуры Московской биржи и НРД реализовать «народный» выпуск. Мы благодарны Минфину за готовность нас выслушать и поделиться своим опытом по размещению ОФЗ для населения. По большому счету, мы совместно создали выпуск ЯНАО. Да, мы видим пути, которые позволят нам повысить привлекательность облигаций для населения, в частности это возможность приобретения облигаций на индивидуальный инвестиционный счет (ИИС). В этом отношении мы открыты к общению со всеми заинтересованными сторонами для повышения доступности облигаций для частных лиц.

— Кстати, если Газпромбанк находится в постоянном диалоге с Минфином, почему вы так и не вошли в число агентов ведомства по продаже народных ОФЗ?

— Не должны же мы быть везде. Вот есть Сбербанк, в моменте он, видимо, рассматривается как более «народный» по точкам присутствия, чем Газпромбанк.

— Но вы же сами говорили, что хотите быть ближе к народу...

— Мы этим и занимаемся, но только идем своим путем — через развитие народных облигаций в регионах, проектов ГЧП в тех федеральных субъектах, где мы сильны, где нас знают. Каждый фокусируется на чем-то своем. Мы видим направления, в которых хотим развиваться, и по ним движемся.

— Выступая на облигационном конгрессе в Питере в начале декабря прошлого года, вы говорили о том, что планируете активно распространять опыт региональных облигаций для населения на облигации ГЧП. Существует ли реальный спрос со стороны населения на такие инструменты? Каков потенциальный объем этого рынка, и в чем особенность таких инструментов?

— Первую сделку мы закрыли как раз в конце прошлого года. Эмитентом выступила компания «ВИС Девелопмент», созданная для реализации проекта государственно-частного партнерства по строительству шести детских садов общей стоимостью 8.6 млрд руб. в ЯНАО. Эмитент привлек 2.3 млрд рублей под 9.5% годовых сроком на два года. Покупателями выступили как институциональные инвесторы, так и физические лица.

Кстати, в рамках данной сделки впервые облигации, обеспеченные платежами от субъекта Российской Федерации, были использованы в качестве эффективного

МЫ КАК РУССКАЯ ГОНЧАЯ – НАС ПОСТОЯННО ЗАСТАВЛЯЮТ ТРЕНИРОВАТЬСЯ

рыночного инструмента привлечения долгового финансирования в проект, реализуемый на принципах государственно-частного партнерства. Размещение облигаций «ВИС Девелопмент» — логичное продолжение нашей работы по активной диверсификации продуктов, предлагаемых на рынках капитала, в том числе и физическим лицам.

За последние 12 месяцев Газпромбанк сначала выступил организатором размещения региональных облигаций ЯНАО, затем с существенной переподпиской провел первое на рынке размещение облигаций ЯНАО для населения и, наконец, разместил облигации ООО «ВИС Девелопмент», обеспеченные контрактными обязательствами ЯНАО, которые также оказались востребованы частными инвесторами.

Конечно, в абсолютном выражении спрос физлиц пока несопоставим с институциональными инвесторами. Четкий тренд, который мы наблюдаем, свидетельствует о постепенном развитии рынка: количество физлиц, уровень их экспертизы, понимание и готовность инвестировать в правильно структурированные надежные инструменты растут от сделки к сделке.

Потенциал рынка весьма велик: как я уже упоминал, на финансовый рынок может быть направлена часть долгосрочных депозитов физлиц, оцениваемая приблизительно в 12 трлн руб., что как минимум втрое превышает объем средств НПФ, доступных в настоящее время для инвестиций на рынке.

Сейчас мы работаем еще над несколькими сделками, и я надеюсь, в конце года мне будет о чем рассказать вам в части новых выпусков облигаций ГЧП. Я считаю, что именно за такими инструментами будущее — дать возможность населению входить в проекты государственно-частного партнерства, где обязательство самого региона трансформируется в проектные облигации и ты своими деньгами участвуешь в чем-то важном для своего региона, будь то онкологический центр, спорткомплекс, детские сады, дороги, аэропорт или что-то еще. Думаю, это и есть главное завоевание прошлого года с точки зрения перспектив развития нашего рынка.

— В 2017 году сразу три крупнейших российских банка — Сбербанк, ВТБ и Россельхозбанк — вышли на рынок с так называемыми «народными облигациями». Планирует ли Газпромбанк предложить какие-то специальные продукты для населения? Как вы считаете, должна ли кривая «народных» облигаций отличаться от кривой для институционалов?

— Положение кривой — это функция ликвидности ценных бумаг. Поэтому выпуски «классических» облигаций без ограничений по дистрибуции всегда будут в первую очередь определять положение кривой заемщика. Мы рассматриваем специализированные выпуски для населения как продукт «своего времени», направленный на повышение финансовой грамотности населения, вовлечение граждан на рынок долгового капитала. Это процесс не быстрый. Необходимо постепенно решать эти задачи. В этом плане ограничения по вторичному обращению и возможность досрочного выкупа облигаций эмитентом позволяют привлекать новых, ранее незнакомых с рынком клиентов. Но все это неизбежно приведет и к росту доли частных инвесторов в выпусках «классических» облигаций, которые не имеют каких-либо ограничений по вторичному обращению, — это и есть стратегическая цель наших усилий. По сути, речь будет идти о соучастии институциональных и частных инвесторов.

— Газпромбанк выступил одним из организаторов коротких выпусков Вешэкономбанк для корпоратов. Как вы оцениваете перспективы этого нового сегмента?

— В декабре прошлого года мы действительно успешно запустили новый инструмент на российском рынке — краткосрочные облигации Внешэкономбанка, тем самым расширив перечень доступных для компаний и корпораций возможностей размещения временно свободной ликвидности. Краткосрочные облигации позволяют улучшить диверсификацию казначейского портфеля. С момента запуска инструмента уже размещено более 25 выпусков общим объемом почти 240 млрд руб. Средний объем размещения — около 10 млрд руб. со средним сроком 20 дней. В отличие от однодневных облигаций ВТБ, краткосрочные облигации Внешэкономбанка дают возможность размещать ликвидность на более длинные сроки — в основном от двух до четырех недель, при этом есть выпуски и с большими сроками. Каждую неделю инвесторам на выбор предлагаются несколько выпусков с различной срочностью. В дату погашения предыдущего выпуска размещается новый выпуск, чтобы инвесторы имели возможность сразу же разместить высвобождающуюся ликвидность.

ВАЖНО НЕ ПРОСТО НАУЧИТЬСЯ ПРОДАВАТЬ ДОЛГОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ФИЗЛИЦАМ, НО И ВОВЛЕКАТЬ ИХ СИСТЕМНО НА ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Краткосрочные выпуски позволяют, во-первых, самому заемщику иметь достаточно эффективную низкую ставку благодаря обороту средств. Да, у него существует риск рефинансирования, но одновременно существует риск и у покупателя, которому нужно куда-то вкладывать эту ликвидность. Вопрос только в том, сколько на рынке таких покупателей — один или много. Нам приятно сознавать, что уже сейчас число инвесторов приближается к 10. Этот рынок набирает обороты.

— Вы рассчитываете, что количество игроков на байсайде будет расти?

— Мы видим, что интерес к инструменту растет и у него есть высокий потенциал расширения базы инвесторов, участвующих в размещении, а соответственно, роста объема денежных средств, которые могут приходить в этот инструмент. За четыре месяца — 240 млрд руб. и 10 корпоратов. Покажите мне еще один такой инструмент на рынке, который бы показал за столь короткий срок такие объемы, количество выпусков, такую инвесторскую базу. Причем это крупнейшие корпоративные эмитенты в стране. Они принимают решение, открывают брокерские счета, инвестируют.

— То есть вы динамикой довольны?

— Довольны — это неправильное слово. Мы считаем, что мы создали хороший, работающий инструмент! Да, это короткие деньги, но без коротких денег не будет и длинных денег.

— В чем специфика работы с этим инструментом для вас как организатора?

— Механизм размещения выглядит следующим образом: за два дня до размещения Внешэкономбанк определяет ставку купона на новый выпуск, исходя из условий рыночной конъюнктуры, на следующий день проводится формирование книги заявок, а затем, днем позже, проходит само размещение. Облигации размещаются из программы биржевых облигаций Внешэкономбанка по открытой подписке на Московской бирже в Первом уровне листинга с возможностью вторичного обращения. Корпоративным инвесторам для приобретения краткосрочных облигаций необходимо иметь брокерский счет.

В роли организатора мы тут оказываем тот же перечень услуг, что и при размещении выпуска классических бумаг. Это и само исполнение сделки, и маркетинг с дистрибуцией, только здесь акцент продаж смещен в пользу брокерской платформы. При этом, являясь организатором выпуска, мы готовы предложить специальные условия брокерского обслуживания для участников размещения.

— Будут ли другие банки вслед за ВТБ и Внешэкономбанком использовать этот инструмент, и сможет ли этот новый сегмент отвоевать ресурсную базу у корпоративных депозитов?

— Интерес к этому инструменту растет не только среди инвесторов, но и среди эмитентов, у которых есть регулярная потребность в привлечении краткосрочного финансирования. Соответственно, и банки также могут рассматривать возможности использования данного инструмента. На краткосрочные облигации не стоит смотреть как на альтернативу или замену депозита, это дополнительная опция для корпоративных инвесторов по размещению денежных средств. Рынок еврокоммерческих бумаг в мире является значительным по объему, соответственно, и у нас есть перспективы для его развития. И мы работаем в этом направлении.

— Как вы оцениваете позиции Газпромбанка в рейтингах организаторов евробондов: у вас есть амбиции побороться за большую долю рынка на этом поприще?

— Есть такая хорошая поговорка: где родился, там и пригодился. Мы — российский банк и должны развивать российский рынок. Твой успех в мире будет зависеть от того, как уверенно ты стоишь на своем собственном рынке. Ты должен быть здесь в чем-то номер один, если не по объему, то по быстроте принимаемых решений и так далее.

На мой взгляд, рынок евробондов несколько неправильно воспринимается российскими игроками. Если мы сегодня имеем российские облигации, выпущенные на российской платформе по всем международным стандартам, которые покупают иностранные инвесторы, то это значительно большее завоевание, чем выпустить инструмент по западной документации, который покупают иностранные инвесторы.

— Почему?

— Объясню: здесь ты создаешь рынок, здесь ты работаешь в валюте, которая является основой российской системы, здесь ты понимаешь логику развития всей экономики. Один сценарий — это когда российские корпорации развивают свою экспортную деятельность, покупают бизнес за рубежом, интегрируются в рынки тех стран. Тогда ты как банк понимаешь их логику движения в эти страны и концепция выпуска евробондов на основе рубля и российского риска становится понятной. Но если ты сегодня становишься в ситуацию, когда на чужой площадке, будучи российским банком, собираешь деньги иностранных инвесторов, то в чем тогда состоит твое конкурентное преимущество? В том, что ты просто даешь совет российскому корпоративному заемщику, зная, как этот рынок работает? Но у тебя по определению не может быть таких безупречно выстроенных отношений с инвесторами, как у западных банков, потому что они создавали эти отношения годами — точно так же, как мы сегодня работаем вот с этими самыми российскими институциональными инвесторами. Но с иностранными инвесторами работать надо, и для размещения еврооблигаций российских и не только эмитентов мы тоже прикладываем огромные усилия. Вопрос в том, что и на рынке еврооблигаций наша роль значительно усиливается от успехов в работе на российском рынке.

— Вот вы сказали, что российскому банку бессмысленно конкурировать с западными игроками. Но ведь у «ВТБ Капитал», например, получилось…

— Газпромбанк занимает второе место в рейтинге организаторов еврооблигационных выпусков для российских эмитентов в 2017–2018 годах (по версии Bloomberg) и разместил 55% еврооблигаций корпоративных заемщиков в 2017 году. Но для нас это бизнес, который развивается вслед за потребностями в иностранном фондировании наших клиентов. Мы здесь дополняем друг друга. А развивать национальный рынок со своими эмитентами, поддерживать и развивать российских инвесторов — это реальная стратегическая задача, и, надеюсь, не только наша.

— Но ведь с точки зрения маржинальности евробондовый бизнес гораздо интереснее, чем локальный DCM, согласны?

— С точки зрения заработка — по-разному бывает, мы работаем на обоих рынках. Присутствуем там, где корпоративному заемщику важно быть согласно его целям. Если такие корпораты, как Газпром или «РусГидро» планируют выйти на внешние рынки, естественно, мы стараемся быть с ними. В этом отношении публичная история «РусГидро» очень показательна: это один из крупнейших заемщиков на локальном рынке и при этом дважды за последние два года он выходил с размещением в рублях на западном рынке. Вот вам история успеха: и валюта — рубль, и основные банки в синдикате российские, а инвесторы — как российские, так и западные и даже азиатские и китайские. И это наш стратегический клиент, и это отвечает нашей логике развития.

МЫ СВОЮ ЭКОНОМИКУ ДОЛЖНЫ РАЗВИВАТЬ В РУБЛЯХ

— Евробонды в долларах — это не очень патриотично, я понимаю.

— Доллар печатают в Америке, и есть пять-шесть банков, так называемый «первый пул», которые имеют доступ к этой долларовой ликвидности. Как вы можете конкурировать с ними в этой части? Вы вроде спросили меня про амбиции? Так вот, я считаю, что амбиции надо реализовывать там, где реально их реализовать. Мы свою экономику должны развивать в рублях. Она очень большая, больше, чем в Штатах, с точки зрения потенциала как минимум. Они сумели создать свой рынок, а мы должны суметь создать свой, в том числе используя личный опыт работы в зарубежных банках.

— Кстати, как вы оцениваете ситуацию на рынках акционерного капитала по сравнению с DCM? Прошлый год стал рекордным для российских эмитентов за последние несколько лет как по количеству сделок, так и по объему размещения акций. Эта динамика сохранится?

— Интерес к размещениям на рынках акционерного капитала у российских компаний был всегда. Это связано с желанием собственников предприятий получить более сбалансированную структуру капитала, а также повысить прозрачность ведения бизнеса и получить публичную оценку его стоимости. Сдерживающими факторами для развития рынка IPO / SPO выступает зависимость от иностранного капитала и, соответственно, от условий на глобальных рынках.

При этом российский рынок остается одним из самых недооцененных среди сопоставимых развивающихся рынков как по базовым мультипликаторам EV/EBITDA'18 (4.9x против 9.5x) и P/E'18 (7.9x против 15.2), так и по уровню дивидендной доходности (5.9% против 2.8%)[1]. Рост интереса к российскому рынку акций обусловлен снижающимися процентными ставками, на этом фоне дивидендная доходность по ряду акций становится более привлекательной, чем доходность по облигациям того же эмитента. Кроме того, мы видим начало тренда на восстановление роста российской экономики и сохраняющуюся благоприятную конъюнктуру на сырьевых рынках, что создает для выходящих на IPO эмитентов возможности для повышения капитализации после размещений.

— Еще в 2015 году в одной из статей вы писали о том, что серьезной проблемой является отсутствие связей между локальными развивающимися долговыми рынками. Почему рынки БРИКС так и не стали дополнительным источником заимствований друг для друга? Что мешает открытию границ?

— Самый большой источник роста для внутренних рынков — переход на расчеты в национальных валютах. А это системный вопрос: создание долговременных источников роста, финансовых инструментов во взаимной торговле, инвестировании и сбережениях. В свою очередь, расчеты в национальных валютах дадут возможность странам-партнерам увеличивать товарооборот в тех пределах, в которых они считают необходимым и возможным, а значит, будут способствовать их экономическому росту, окажут позитивное влияние на экономику стран-партнеров.

Основа для этого — размещение странами суверенных облигаций на долговых рынках друг друга, будь то Россия — Китай, Россия — Турция, Турция — Китай, Россия — Бразилия, Бразилия — Китай и тому подобное. Суверенные бенчмарки будут служить ориентиром для установления дифференциала процентных ставок заимствований, что позволит создать рынок форвардных контрактов в национальных валютах. Такие выпуски откроют ворота для последующих заимствований корпоративных заемщиков и системообразующих банков.

---

[1] Сравнительные данные приведены по индексам MSCI Russia vs MSCIEM. — Ред.

В условиях, когда западные рынки капитала оказываются уже или могут быть закрыты для государственных компаний и банков, а на другие наложены различные уровни санкций, лимиты западных инвесторов урезаны — страны БРИКС начали создавать институты развития и выстраивать свою финансовую инфраструктуру. Но это весьма длительный процесс.

Уровень кредитного риска и инвестиционной привлекательности стран БРИКС разный. Требуется большой объем работы с инвесторами. Важно, что на самих рынках развивающихся стран имеются хоть пока и ограниченные возможности для привлечения инвестирования, но они растут, и потенциал тут неограниченный.

В структуре международных расчетов России и БРИКС роль локальных валют (в том числе и рубля) невелика, но она растет с каждым годом. Как мы говорили ранее, Россия — единственная среди стран БРИКС построила на 100% либерализованный рынок капитала с внедренными лучшими западными практиками. Остальные страны по-прежнему имеют ряд ограничений, связанных с регулированием валют и рынков капитала.

Российский рынок справился с встраиванием в глобальную систему, иностранные инвесторы пришли в размещенные через национальную инфраструктуру государственные облигации России как в рублях, так и в валюте — это является доказательством качества рынка. Позиционируя рубль как валюту международных заимствований, мы стремимся сформировать на российском рынке не только пул национальных, но и пул иностранных игроков — эмитентов и инвесторов. В этом смысле никто руки не сложил, мы эту тему продолжаем анализировать, будьте уверены, результаты будут.

— И все же тема взаимодействия финансовых рынков России и Китая поднимается на протяжении последних нескольких лет, однако конкретных результатов по-прежнему нет. Как вы считаете, почему? Что сегодня является основным тормозом в этом вопросе?

— Китайский рынок обладает большим потенциалом для российских заемщиков, мы видим интерес китайских инвесторов к российскому кредитному риску, это обусловлено хорошим кредитным качеством российских эмитентов и желанием китайских инвесторов диверсифицировать свой портфель.

Проблема в том, что в Китае созданы пока не все условия для привлечения иностранных заемщиков, до сих пор остаются вопросы понимания регулирования рынка панда-облигаций, репатриации привлеченных средств, существуют ограничения на участие материковых китайских инвесторов, и не только в размещениях российских эмитентов, но и в целом нерезидентов — а это является основной мерой успеха предполагаемой сделки. Кроме того, сегодня китайские регуляторы очень чувствительны к мнению западных властей и СМИ, и здесь, на наш взгляд, необходимо политическое решение.

ПОЛАГАЕМ, ЧТО НОВОЕ РУКОВОДСТВО НАРОДНОГО БАНКА КИТАЯ БУДЕТ БОЛЕЕ РЕШИТЕЛЬНО НАСТРОЕНО НА ЧАСТИЧНОЕ «ОТКРЫТИЕ» КИТАЙСКОГО ВНУТРЕННЕГО РЫНКА

Диалог, конечно, идет. Работа ведется — создается платформа для выпуска, открываются счета. Полагаем, что новое руководство Народного банка Китая будет более решительно настроено на частичное «открытие» китайского внутреннего рынка и снятие ранее введенных ограничений.

В декабре прошлого года Минфин России вместе с двумя китайскими банками провел серию встреч с инвесторами без совершения сделки в Пекине, Шанхае, Гонконге, встретился с представителями регуляторов в том числе, интерес был живой и открытый, и мы его регулярно мониторим. Как только будет выстроена платформа и сложится благоприятная рыночная конъюнктура — посмотрим... В конечном итоге решать Минфину России.

— Так в 2018 году Минфин все-таки разместит облигации в юанях на Московской бирже?

— Вы этот вопрос не по адресу задаете. Его нужно адресовать финансовым регуляторам, как российским, так и китайским, которые обеспечивают реализацию проекта. Вот если бы вы спросили: «Есть ли сегодня все условия для размещения такого выпуска на Московской бирже?» — я бы вам ответил: да, есть, но вопрос в деталях. Над ними и работаем кропотливо.

— Кстати, как раз год назад я представителю Минфина такой вопрос задавала и большого энтузиазма по поводу китайской темы не заметила...

— Повторюсь: тогда условий для такой сделки не было, а сегодня они есть.

— Подождем еще?

— Мы ничего не ждем, мы работаем. Логика — штука упрямая. Кстати, я бы в этом контексте смотрел не только на Китай, но и на другие рынки. Например, в январе вице-премьер Турции объявил, что страна собирается в этом году выпустить облигации, номинированные в юанях и рублях, то есть это не только наши размышления.

Могу сказать, что мы ведем переговоры и с другими суверенами о подобных выпусках.

— Что это за регионы?

— Все страны, с которыми у России есть или выстраивается серьезный товарооборот. Возвращаемся к логике позиционирования рубля как валюты международных заимствований. Если хотите брать у нас взаймы, покупать нашу пшеницу, оборудование, которое мы наконец начинаем производить на экспорт, — пожалуйста, мы можем вас кредитовать в рублях. Ваши обязательства, наша валюта. Если страна кредитоспособна, у нее есть международный рейтинг, заимствования в иностранных валютах, то определить стоимость заимствований в рублях не является сложностью. Вопрос только в том, захотят ли наши инвесторы эти инструменты покупать. Вот эти вопросы требуют проработки с нашей стороны и со стороны регулятора.

Беседовала **Антонина ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА**