РОК & TALKS: ФИНАНСИСТЫ ЖГУТ ГЛАГОЛОМ

В рамках XVI Российского облигационного конгресса был опробован новый формат выступлений — Cbonds Talks. Он вдохновлен успехом всемирно известной конференции TED, но имеет все же ряд собственных нюансов и дополнений.

Ключевые требования к выступлениям в рамках Cbonds Talks формулируются следующим образом:

• Время на одно выступление строго регламентировано и не превышает 10 минут. По завершении этого времени оратор автоматически прерывается независимо от того, успел он закончить или нет.

• Выступать можно на русском или английском языке, сопровождение выступления слайдами — по желанию.

• Выступление должно отражать личное мнение оратора по выбранной теме и не может являться рекламой продукта или услуги.

• Содержание выступления должно быть связано со сферой финансовых рынков в России и мире и отражать одну из перечисленных тем:

– Cryptoworld — все, что связано с миром криптовалют и их влиянием на финансовые рынки.

– Black Swans — откуда ждать (и ждать ли) следующих «черных лебедей».

– Opportunities — какие возможности в текущих геополитических условиях открыты для участников российского финансового рынка.

– Networking — как заводить и поддерживать связи в финансовом сообществе.

– Decentralization — технологии децентрализации, в том числе блокчейн, и их влияние на развитие финансовых рынков.

– Securities — все, что связано с ценными бумагами: инвестиционные идеи, структурирование сделок, регулирование рынка.

В этом номере Cbonds Review мы публикуем ключевые выдержки из выступлений пяти ораторов — пионеров формата Cbonds Talks.

Максим БУЕВ,
проректор по стратегическому развитию,
Российская экономическая школа

Blank Swans: черные лебеди с белыми крыльями

Есть старый анекдот. Блондинку и мужчину спрашивают, какова вероятность выйти на улицу и встретить динозавра. Мужчина говорит, что вероятность равна нулю или же она очень маленькая — один на миллиард, а блондинка говорит, что вероятность равна 50%: или встретишь, или не встретишь. Из этой шутки следует три интересных замечания, которые имеют прямое отношение к финансам.

Замечание первое: взгляд на вероятность наукой до сих пор четко не определен. Если я заявлю, что вероятность дважды увидеть повышение ставки ЦБ в 2019 году равна 35%, никто с ходу не скажет, что именно это значит. Мы привыкли думать о вероятности как о некой частоте: наблюдаем событие, смотрим, насколько часто оно происходит, и в зависимости от этого говорим о вероятности наступления события. Самым известным апологетом такого подхода был Джон Венн, английский математик. Собственно, то, как думает мужчина в анекдоте про динозавра, — это классический подход, базирующийся на частоте. Никогда за свою жизнь он, видимо, динозавра не встречал и думает, что вероятность встретить его в будущем равна нулю. Однако такой подход применим только к обыденным событиям, но не к событиям редким, таким как экономические кризисы. С одной стороны, потому что у нас просто нет базы данных, нет наблюдений, позволяющих вывести статистическую вероятность. С другой стороны, если событие уникальное, то и данных таких быть не может.

Другой подход к вероятности исповедует так называемая субъективистская школа, самый известный представитель которой — Томас Байес — жил за 150 лет до Джона Венна. Эта школа интерпретирует вероятность как некую долю уверенности: мы не можем написать какое-то число, а начинаем с определенной доли уверенности, и по мере получения новой информации наши знания о вероятности эволюционируют. Вполне разумный подход: если у нас нет никаких вводных про динозавров, то вероятность встречи 50% — либо да, либо нет. Блондинка из анекдота, собственно, так и думает.

Замечание второе: блондинка и мужчина имеют совершенно разное отношение к риску. Почему? Если мы знаем, что можем встретить динозавра и встреча закончится для нас печально, нам это очень не нравится. Если есть возможность купить страховку против такого случая, то мы ее, безусловно, купим. И будем хотеть, чтобы в случае встречи с динозавром страховка обеспечила выплату большого количества денег. Это означает, что мы не приемлем риск, но одновременно математически это означает, что стоимость денег очень маленькая, то есть мы приписываем этому состоянию мира некий вес, очень-очень маленький, близкий к нулю.

А с другой стороны, есть блондинка, которая к риску нейтральна. Ей в общем-то все равно, встретит она динозавра или нет. Наверное, потому что во втором случае она выплат не получит, так как страховой случай не наступит. Но и в первом случае блондинка выплату все равно не получит, потому что результат встречи с динозавром будет печальным.

Рынок — это мужчина, он оперирует какими-то реальными цифрами, которые берет из наблюдений, и оценивает события, что называется, в реальной вероятностной мере. А блондинка к риску нейтральна, и по этому поводу есть теорема Кирсанова, которая говорит, что из рыночной меры можно всегда перейти к мере риск-нейтральной: как бы вы ни пытались оценить финансовый инструмент, результат будет одним и тем же. То есть вы можете думать точно так же, как думает блондинка, и получите правильную цену.

Замечание третье. На самом деле, у нас нет никаких вводных о существовании динозавров. Может быть, они уже клонированы в Кембридже. Тогда мужчина недооценивает вероятность встречи, которая превращается в аналог «Черного лебедя» Нассима Талеба. Почему, собственно, черный? Напомню, что европейцы до конца XVII века думали, что все лебеди белые, ибо других в Европе не было. Но потом голландцы открыли Австралию, и оказалось, что там водятся черные лебеди. Талеб в своей книге назвал такое неожиданное событие «Черным лебедем», а люди стали за ним повторять. Но здесь есть очень большая логическая ошибка. До того момента, как голландцы приехали в Австралию, они не знали, каким может быть лебедь — черным, белым, а может быть, розовым. На самом деле он пустой — не black, а blank: после приезда в Австралию эволюционировало не только наше знание о вероятности, но и знание о мире, то есть мы оказались совершенно в другой реальности.

Гораздо более правильная книга в этом отношении — книга, которую другой очень успешный трейдер, Эли Эйаш, издал примерно спустя три года после выхода «Черного лебедя» (Elie Ayache, The Blank Swan: The End of Probability. – *Ред.*). Про него Талеб написал, что Эйаш — первый человек, которого он может рассматривать как равного себе. Он заставил Талеба задуматься о том, что, возможно, концепция «Черного лебедя» не совсем верна.

Современные системы риск-менеджмента очень хорошо научились понимать, что такое неприятие риска, но большинство из них до сих пор не понимают, в чем разница между пустым лебедем и черным лебедем, между blank swan и black swan. Если вы сможете построить систему риск-менеджмента, которая эту разницу будет правильно учитывать, то поймете, что у черных лебедей крылья-то — белые. Начните с того, что прочитайте книгу Эли Эйаша, она очень простая.

Разыскивается внутренняя стоимость биткоина

Владимир ЦУПРОВ,
управляющий директор по инвестициям,
ТКБ Инвестмент Партнерс

Текущая котировка биткоина — 3390 долларов (*выступление состоялось 6 декабря 2018 года. — Ред.*), и, вероятно, у многих возникает вопрос: что стоит за этой ценой, почему именно столько?

Многие люди пытаются понять, какое же фундаментальное основание можно подвести под биткоин. Длительное время никто не мог найти ничего, кроме майнинга — некоего физического процесса, который и обосновывает стоимость криптовалюты. Использовали разные характеристики, например стоимость сожженной майнерами электроэнергии. Или принимали в расчет стоимость майнингового оборудования. Но это заблуждение. На самом деле зависимость обратная: чем выше котировка, тем больше покупается оборудования для генерации биткоинов, тем дороже стоят так называемые «асики» (ASIC-майнеры. — *Ред.*). И это правило работает не только для биткоинов, но и для других криптовалют.

Но если майнинг мы использовать не можем, то что же положить в основание стоимости биткоина? Если мы считаем, что биткоин — претендент на звание денег, на конкуренцию с фиатной валютой, то совершенно естественно их сравнить. Какое упражнение можно сделать?

Возьмем американский доллар как наиболее популярную валюту, используемую для расчетов в мире, и посмотрим, какое количество долларов нужно для обеспечения американской экономики и международной торговли. Взяв в качестве прокси денежный агрегат M1, получим, что до 2009 года, когда ФРС начала активно печатать деньги, стимулируя экономику США, для осуществления всех платежей было достаточно полтора-два триллиона долларов. Возьмем нижнюю границу этого коридора — 1.5 трлн долларов — и допустим, что это и есть сумма, которая естественна для резервной валюты. Предположим, что биткоин когда-нибудь доберется до этого уровня. Тогда нам нужно будет полтора триллиона поделить на количество выпущенных биткоинов (это 21 миллион) за вычетом условного числа биткоинов, которые потеряны, так как к ним нет доступа (есть грубые оценки, что таковых около 3 млн). В итоге мы получим примерно 83000 долларов. Это классная цена для тех, кто в свое время купил биткоины по 20000 долларов. Но есть одна проблема: мы не знаем, дорастет ли биткоин до заявленного уровня и если дорастет, то когда. Важнее даже другое. У биткоина, в отличие от фиатных валют, есть сильная сторона — это не только денежная единица, но еще и платежная система, два в одном. Это же является и недостатком биткоина. Для того чтобы получить доступ к счетам, нужен приватный ключ. И только имея приватный ключ, можно совершать платежи. Тот, кто пользовался криптокошельками, знает, что для неподготовленного человека это очень сложно. Вся инфраструктура криптовалют сегодня — очень тяжелая, она не user friendly. Именно поэтому приватный ключ я сравниваю со скрытой в яйце иголкой, которая открывает доступ к жизни Кощея Бессмертного. До приватного ключа так же тяжело добраться. Сложность инфраструктуры приводит к тому, что количество совершаемых сделок в сети биткоина невелико. Вот реальная причина, почему биткоин может стоить дешево или дорого, — популярность транзакций, то есть количество сделок, которые осуществляются в сети. Очевидно, что динамика популярности транзакций отставала от котировок, которые мы видели на бирже. Поэтому до тех пор, пока количество транзакций не вырастит кратно — не в два-три раза, а в десятки раз, — говорить о том, что биткоин может даже теоретически претендовать на роль какой-то мировой валюты, не стоит. Единственная фундаментальная причина, по которой мы можем верить в будущий рост стоимости, — это рост количества сделок в сети биткоина.

Могут возразить, что транзакции — это все чепуха; не может быть резервной валютой денежная единица, у которой нет эмиссии. Очень популярна теория, что обязательно должен быть центральный банк и необходима постоянная эмиссия валюты. Я категорически не согласен с этим постулатом. Например, один из известных экономистов Ротбард Мюррей, анализируя историю экономики США, нашел период, когда в течение десяти лет в американской экономике наблюдалась дефляция, то есть ежегодное снижение цен составляло 3.8%. Ежегодное! И это не помешало американской экономике расти, ВВП на человека в тот же период ежегодно увеличивался на 4.5%, при том, что население тоже росло. То есть реальный рост экономики был более 6% ежегодно. Эмиссия денег, инфляция — это на самом деле способ государства обкрадывать людей и бизнесы.

К чему же мы приходим? А приходим к тому, что, как это ни парадоксально, сегодняшняя реальная стоимость биткоина зависит от веры, надежды и любви. Нет ничего больше в его обеспечении. Но для кого-то любовь — это ноль, ничего не стоит, для кого-то любовь — бесконечность. Получается, что справедливый диапазон стоимости биткоина — от нуля до бесконечности и зависит от вашей любви к этой теме. Пока мы дискутировали, биткоин на рынке стал стоить на семь долларов меньше. Много это или мало, справедливо или нет? На самом деле покажет только время.

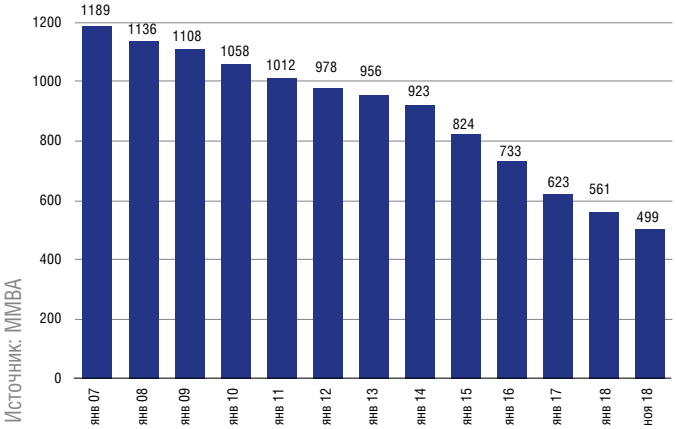
Российские банки: квест на выживание

Алексей МАМОНТОВ,
Президент ММВА

В последние годы существование нашего финансового рынка и банковской системы проходит под знаком так называемого оздоровления и очищения. Эти слова постоянно звучат из уст представителей Центрального банка, когда речь заходит о совершенствовании надзора, регулировании и других подобных вещах.

Каждый из нас знает, что оздоровление неизбежно вызывает подъем душевных, физических и прочих сил организма. Выздоровление — это еще и развитие. А развитие и укрепление банковской системы и финансового рынка России, согласно федеральному закону о Центральном банке, — одна из ключевых его целей. Но это ли мы наблюдаем?

Рисунок 1. Количество кредитных организаций



Источник: ММВА

В советское время отправной точкой был 1913 год, последний мирный год перед революцией. Я бы взял за точку отсчета 2013 год, который так же характеризует водораздел между прошлым и будущим. С этого момента сокращение кредитных организаций пошло вдвое резче. В начале 2013 года в России их было 953, сейчас осталось меньше пятисот. К началу 2018 года в 16 субъектах федерации не осталось ни одной местной кредитной организации, в 17 — только одна. Это и есть квест на выживание.

Казалось бы, в города должны приходить крупные банки и открывать филиалы на месте исчезающих региональных банков. Но нет, этого не происходит. Количество филиалов тоже катится вниз — с 2349 в 2013 году до 890 в 2018-м. Количество внутренних структурных подразделений банков тоже стремительно падает.

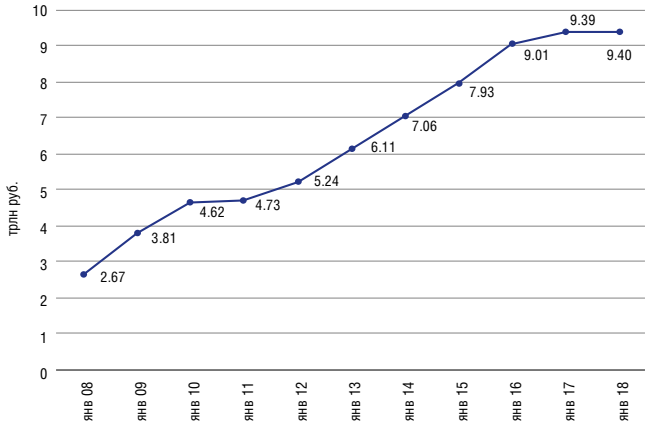
Может быть, есть рост в активах? Да, он есть, правда замедляется. Опять возникает ломаная линия, которая не говорит о выздоровлении и уж тем более об интенсивном, динамичном развитии. Особенно сильная картина — концентрация активов по банковскому сектору России. Больше всего растут активы первых пяти банков — с 42 до 55.8%. Активы банков с 201-го места упали в шесть раз, концентрация активов — с 8.4% до 1.5%. Это говорит о том, что все банки, которые находятся за чертой двести — это «груз 200», они все на вынос, через несколько лет этих банков не будет. Уже сегодня потребители фактически получают финансовые услуги через крупные столичные структуры из Москвы и Санкт-Петербурга.

Доля пяти крупнейших кредитных организаций в активах банковского сектора — 60%. Что мы имеем на фоне других стран? В США — 43%, у наших коллег по БРИКС — Китая и Индии — 36–37%, в Германии — 34%. Только Бразилия ниже нас — 82%. Мы находимся на верхних уровнях концентрации. Хорошо это или плохо? Мы специально углубились в историю, а не только в географию. Так вот, в истории был пример подобной интенсивной концентрации активов — в довоенной Германии. С 1933-го по 1940 год в нацистской Германии число банков сократилось с 1725 до 747 и активы пяти крупнейших превышали 63%. Нам осталось 3% до этого успеха. Но и это еще не всё. Доля госбанков у нас на критическом уровне — 62–70% по всем ключевым параметрам — и по активам, и по депозитам, и по кредитованию.

Что еще? Рост совокупного капитала банковской системы резко замедляется на протяжении последних пяти лет. А капитал — это важнейший показатель, характеризующий наличие спроса на инвестиции в этой индустрии. Банковская система постепенно утрачивает свою роль кредитора экономики, уходит в плоскость, в ровную линию. Прибыль кредитных организаций — тоже важнейший индикатор, который показывает, надо ли вкладываться в эту индустрию. Нет, не надо. На 1 ноября 2018 года мы имели 355 прибыльных кредитных организаций, 133 — убыточных. В 2013 году это соотношение — 901 на 55. А Центральный банк продолжает убеждать всех, что система оздоравливается, очищается, растет.

Эльвира Набиуллина отвела три года на финансовое оздоровление и даже ожидала, что все закончится раньше. Однако банковская система России сопротивляется, упорно сопротивляется. Возможно, еще пару лет продержится. Мы теряем ее, как звучит в голливудских фильмах фраза в операционных, мы теряем ее — банковскую систему. Мы теряем его — финансовый рынок России.

Рисунок 2. Капитал банковской системы



Источник: ММВА

В налогах как в бейсболе: главное — базы

Игорь КОВАЛЬСКИЙ,
начальник отдела дилерских операций, Банк «Объединенный капитал»

2017 год ознаменовался изменениями в налоговом законодательстве, которые коснулись налога на доходы физлиц (НДФЛ) и налога на прибыль организаций с купонов по облигациям. Соответственно, список льготируемых облигаций пополнился всеми бондами российских эмитентов, которые размещались с 1 января 2017 года. Нам — финансовым институтам — нужно понимать, как извлекать из этого пользу.

Начнем с НДФЛ. Если вы крупный и надежный банк, то ваши клиенты–физлица с удовольствием рассмотрят возможность замены депозита на собственный облигационный заем банка. Особенно если вы предложите им небольшую премию. При этом вы не будете платить взносы Агентству по страхованию вкладов. В большинстве случаев клиент получит более привлекательное соотношение риск — доходность, а финансовый институт — комиссионное вознаграждение плюс экономию на пассиве, номинальная стоимость которого прямо или косвенно увеличивается на 1–1.5% годовых за счет отчислений.

Теперь о налоге на прибыль организаций. Банки как юрлица также могут воспользоваться льготой в виде снижения налога с купонов по облигациям. Если говорить о налоговых базах, то нас касаются две — общая (налог на прибыль 20%) и льготируемая (15%). Конечно, активы, генерирующие доходы 20–й базы, в разы превышают объем льготируемых облигаций. Но эмитенты не спят: с 1 января 2017 года было эмитировано и находится в обращении новых выпусков на 5.5 трлн рублей по средней ставке 8.8%. Из них 30% — это ЦБ, 20% — «Роснефть», 50% — все остальные. В условиях, когда мы управляем активами и пассивами, цель — минимизировать риски, максимизировать прибыль, причем прибыль после налогообложения. Для достижения цели нужно создать специальный набор активов и пассивов. Самый простой пример: на рынке есть две облигации одного эмитента, со схожими параметрами (включая одинаковую доходность к погашению), но с разными налоговыми базами. Вы можете заменить старую облигацию в своем портфеле на новую; формально доход не вырастет, но прибыль банка увеличится. К сожалению, в финансовый результат подразделения это достижение скорее всего не пойдет, даже если в управленческом учете учитываются налоги. И это, вероятно, одна из причин, почему за два года на рынке ничего не поменялось с доходностями льготируемых и обычных облигаций.

Есть и более простой вариант — купонные облигации Банка России (КОБРы). Покупая КОБРы, вы формально не увеличиваете доходы, но прибыль после налогообложения растет за счет применения льготы по налогу с купонов. Казалось бы, это должно было сделать КОБРы главным помощником в оптимизации налоговой базы российского банковского сектора, чего, однако, не произошло. Наблюдения целого года показали, что банки предпочитают депозитные аукционы ЦБ, а не КОБРы, что для меня и для ограниченного количества участников рынка стало большим подарком, потому что мы смогли покупать эти облигации в неограниченном количестве по минимальным ценам, чтобы тем самым увеличивать свою прибыль после налогообложения.

Так можем ли мы, не нарушая никаким образом нормативы банка, привести 20–ю базу к нулю или хотя бы существенно снизить ее, а прибыль перевести под 15–ю базу? Тут, как ни удивительно, нам на помощь приходит тот же Центральный банк: он выпустил КОБРы в огромном количестве, да еще и с дисконтом. И эти КОБРы помимо того, что льготируемые, обладают композицией уникальных свойств: не давят на Н1, не заполняют Н6, поддерживают Н2, Н3, репуются везде, поддерживают единый элемент НКЦ; ставки пересчитываются быстро, а из–за того, что облигации короткие, их можно без проблем перемещать между портфелем для погашения и портфелем для продаж. К тому же если КОБРы фондировать через РЕПО с Центральным контрагентом, то пассив, привлекаемый таким образом, не подлежит резервированию в рамках Фонда обязательного резервирования. То есть вам не приходится бесплатно отчислять ликвидность в ЦБ, потому что это неправильно. Соответственно, вы не теряете в доходности и у вас не увеличивается стоимость пассивов. В конечном счете благодаря композиции всех перечисленных факторов можно наращивать портфель КОБР в неограниченных количествах, фондируя его посредством Центрального контрагента.

Давайте теперь попробуем на цифрах понять, сколько вы получите, заменив 1 млрд активов при средней ставке плюс–минус 8% годовых. Вы получите 0.4%. Это значит 4 млн рублей с 1 млрд активов. Что такое четыре миллиона? Это годовая стоимость очень хорошего квалифицированного дилера fixed income в Москве. Или 2–3 терминала Bloomberg с базовой подпиской. Или возможность отправить 50 человек на Российский облигационный конгресс послушать Cbonds Talks, оплатив командировочные, проживание, перелет и сопроводив всем необходимым. Эти 50 человек обязательно узнают что–то новое, в том числе и про налоги. Потому что налоги стали играть очень важную роль на финансовом рынке. Их можно не любить, но их нужно считать и с ними считаться.

Вексель 2.0: возможна ли децентрализация долговых обязательств?

Евгений НАУМОВ,
директор, «НФК–Сбережения»

Я собираюсь рассказать о таком на первый взгляд архаичном, как многие считают, инструменте, как вексель. Собственно, что в нем такого? Конечно, вексель не соответствует современному деловому обороту. И главная проблема в том, что он может выпускаться исключительно в бумажной форме. Но если предложить электронный вексель, это может дать огромный эффект.

У векселя есть два интересных свойства, которые облигации не могут заменить. Во–первых, вексель — это инструмент заимствования в том случае, когда вы не знаете, сколько сможете занять. Например, в краудфандинговых платформах, когда стартап начинает занимать деньги, он не знает, сколько ему принесут — тысячу долларов, миллион или миллиард. Лучше сначала привлечь деньги, а потом выпустить долговое обязательство. Облигации со своей первоначальной установкой размера выпуска здесь не подходят. Во–вторых, изначально вексель был практически первым в истории инструментом секьюритизации. И здесь облигации тоже не могут его заменить.

Вы спросите: секьюритизация и вексель, как они вообще могут быть связаны? Многие знают, что у нас довольно неплохо работает механизм секьюритизации ипотечных активов, но совершенно не работает механизм секьюритизации любых других активов. Почему так? Может, из–за того, что у нас плохой закон «О рынке ценных бумаг»? Нет, закон прекрасный. Проблема не в нем.

Почему работает секьюритизация в сфере ипотеки? Потому что там есть два инструмента на двух полюсах. Первый — это облигации, с помощью которых привлекаются огромные средства, второй — закладная, которая удостоверяет первичное обязательство. Такого же инструмента для других обязательств (например, долгов по кредитным картам, автокредитов, задолженностей по овердрафтам, лизинговым активам) не существует. Если мы создадим простой инструмент, который будет учитывать первичную задолженность как физических, так и юридических лиц, будет иметь возможность привязки к залогу, который лежит в основе первичного обязательства, и кроме того будет иметь функцию включения услуг сервисного агента, который собирает задолженность непосредственно с первичного должника, мы получим по–настоящему большой рынок.

Многие думают, что секьюритизация имеет очень слабое отношение к их реальному бизнесу, как будто это касается только крупных госбанков. На самом деле, если создать нормальную секьюритизацию, она затронет каждого. Каждый депозитарий, каждого брокера, каждую микрофинансовую организацию, каждый банк и каждого гражданина, который берет автокредит или имеет кредитную карту.

Вероятно, существуют десятки способов практической реализации этого механизма, но я специально обозначил бы два диаметрально противоположных. Первый — в рамках традиционной модели, схожей с эмиссией коммерческих облигаций. Эта модель основана на сертификатах, которые учитываются в депозитарии по аналогии с теми же коммерческими облигациями или электронными закладными. Второй способ — на основе криптотокенов.

Для реализации первой модели достаточно одной–двух статей в законе «О рынке ценных бумаг», и мы получим совершенно новый инструмент. Достаточно создать определение индивидуального долгового обязательства, сертификат которого хранится в депозитарии. Лучше, чтобы это был электронный сертификат, как у электронной закладной.

Второй вариант — это модель на основе технологии блокчейн. Сейчас это слово используют к месту и не месту, но мне кажется, что по отношению к векселям технология подходит как нельзя лучше. Подумайте: вексель — это ордерная ценная бумага, она изначально включала в себя как сам контракт, так и историю индоссаментов, то есть цепочку всех операций. Фактически, блокчейн — это современная парадигма векселя, перенести эту как бы старую технологию на новый лад не составляет никакого труда.

Здесь, вероятно, потребуется элемент централизации, потому что удобно, когда в стране есть единая криптоплатформа, которая позволит генерировать электронные векселя, они же криптотокены, смарт–контракты. Возможно, это целесообразно сделать на базе центрального депозитария, тем более у него, как известно, есть наработки. Но при этом я убежден, что конечная генерация контрактов должна осуществляться депозитариями низового уровня. В этом случае мы получим действительно огромный децентрализованный рынок долговых обязательств и работающий рынок секьюритизации.

Это не просто замена облигаций, а совершенно новый инструмент, который позволит заработать рынку, создаст многомиллиардный бизнес для профучастников. Но самое главное в том, что изменение самой парадигмы посреднической модели позволит снизить стоимость заимствования для конечных заемщиков — физических лиц. И в то же время, как ни странно, позволит увеличить инвестиционную привлекательность финансового рынка.