«Мы не видим долгосрочного ценового тренда»

Сбербанк занял первое место в рэнкинге российских организаторов выпусков облигаций Cbonds по итогам 2018 года и старается не сбавлять обороты в текущем году, несмотря на ограничения, которые диктует рыночная ситуация. В интервью Cbonds Review соруководители DCM Сбербанка Ольга Гороховская и Эдуард Джабаров рассказали о том, что не позволяет российскому рынку выпрямиться в полный рост, об отношении к сегменту high yield, успехе инвестиционных облигаций, перспективах инфраструктурных и «зеленых» бондов, а также о том, какая судьба ожидает инвестиционный банкинг в результате всепоглощающей диджитализации.

Ольга ГОРОХОВСКАЯ,
управляющий директор,
соруководитель DCM, Сбербанк

Эдуард ДЖАБАРОВ,
управляющий директор,
соруководитель DCM, Сбербанк

— Как вы оцениваете текущее состояние внутреннего долгового рынка? Какие ключевые тенденции можете выделить?

Эдуард Джабаров. Ключевая особенность текущего рынка — очень сильная волатильность. Она в первую очередь вызвана постоянным турбулентным новостным потоком. Впрочем, у рынка уже выработалась определенная резистентность к плохим новостям, потому что вслед за выходом очередных «страшилок» ничего не происходит. Рынок устал от постоянных угроз, и как только появляется какой-то просвет в череде негативных новостных сигналов, мы наблюдаем рост первичного предложения и снижение доходностей. Особенно если этому способствуют, например, укрепление рубля, вызванное ростом цен на нефть, или заявления ЦБ по поводу возможного снижения ставки. Плюс конец марта — начало апреля всегда характеризуются притоком пенсионных средств в негосударственные пенсионные фонды. Собственно говоря, эти средства — основной драйвер спроса на среднесрочном и длинном участках кривой доходности.

Однако упомянутый выше постоянный новостной навес — как потолок: он не позволяет рынку выпрямиться. В результате мы не видим долгосрочного ценового тренда: некоторое время растем, затем откатываемся после выхода очередной негативной новости. Два шага вперед, шаг назад. И это основной сценарий, который мы наблюдаем на протяжении последних полутора лет. Если же говорить о первичных размещениях облигаций, то с сожалением хотелось бы отметить отсутствие новых ярких имен практически во всех эшелонах. Это говорит о том, что в реальном секторе российской экономики наблюдается высокий уровень отраслевой концентрации.

Ольга Гороховская. На самом деле новые имена есть, но это, за небольшими исключениями, обычно очень небольшие компании. Сейчас начал развиваться сегмент high yield, однако для крупных банков это не целевой рынок: маленькие сделки и, может быть, достаточно большие комиссии в относительном выражении, но в абсолютном — совершенно неинтересные. Поэтому ни один крупный банк не вовлечен в сегмент high yield активно. В том числе и по репутационным соображениям.

— То есть вы оставляете этот сегмент другим организаторам, скажем так, помельче?

О. Г. Мы вместе с нашими ближайшими коллегами-конкурентами этим не занимаемся и скорее всего заниматься не будем. Я допускаю, что из сегмента high yield вполне может вырасти кто-то интересный. Однако мы смотрим на этот процесс трезво. Текущий рост ВВП в нашей стране очень невелик, потребительский рынок стагнирует. Это значит, что и компании растут относительно небольшими темпами. Если сейчас начать растить, условно, какого-нибудь перевозчика пиццы, то он достигнет состояния bondable, может быть, еще лет через 10. Что будет через 10 лет? Думаю, никто сегодня не возьмется прогнозировать. Поэтому скажу так: есть средние компании, которыми мы занимаемся и растим, но совсем крохотные эмитенты — это очень долгий путь, и здесь надо быть очень избирательными.

Э. Д. Да и нет инвесторской базы под массовый high yield.

— Но high yield — это в основном розничные инвесторы, а Сбербанк и розничный рынок — вполне мощное сочетание.

Э. Д. У нас, безусловно, огромная сеть, огромное количество инвесторов, которые установили приложение «Сбербанк Инвестор» и так далее, и тому подобное. Но пока в «Сбербанк Инвесторе» первичных размещений нет. И если такое случится, это будет в первую очередь размещение самого Сбербанка, что логично.

О. Г. Вообще эксперименты проще и комфортнее, конечно, начинать с себя. В частности, эксперименты с продажами. Мне лично из прошлого года вспоминается феерическое размещение собственных бумаг Сбербанка, которое прошло с активным участием физических лиц. Это был самый большой выпуск финансового института с помощью вовлечения своей розничной клиентской базы. Тем более что у нас замечательное поле для деятельности: лучший банк страны с точки зрения финансового состояния, кредитных рейтингов и так далее.

— Сбербанк вышел на «конвейерные» масштабы выпуска структурных облигаций. Насколько высок спрос на них?

О. Г. Правильнее называть размещаемые нами инструменты инвестиционными облигациями. Структурные облигации — термин, введенный в российское законодательство в октябре 2018 года и описывающий инструменты без защиты капитала (то есть без безусловного обязательства эмитента выплатить номинал облигации при ее погашении). Но мы предлагаем сейчас только инструменты с защитой капитала, и называть их «структурными облигациями» некорректно.

Что касается спроса на инвестиционные облигации Сбербанка, то он стабильно высокий. Мы видим рост числа инвесторов по мере увеличения количества выпусков, прежде всего среди физических лиц.

— Каков объем уже размещенных инвестиционных облигаций, какие планы на 2019 год?

О. Г. В этом году объем выпуска инвестиционных облигаций уже превысил 10 млрд рублей. При благоприятной конъюнктуре рынка планируем нарастить объемы в течение 2019 года до 60 млрд рублей. Также в этом году мы предполагаем запустить платформу для выпуска собственных структурных облигаций, то есть инструментов с потенциально повышенной доходностью, но без безусловной защиты капитала.

— Какие базовые активы пользуются наибольшим спросом? Какие новые базовые активы планируете добавлять в 2019 году?

О. Г. Мы предлагаем инвестиционные продукты на очень широкую линейку рыночных индикаторов — товары, курсы валют, процентные ставки, акции российских и иностранных эмитентов и сложные, проприетарные индексы. Сбербанк также рассматривает возможность запуска семейства собственных индексов, которые будут реализовывать сложные торговые стратегии с целью обеспечения повышенного дохода инвесторов при сохранении относительно консервативного профиля риска. В случае начала расчета таких индексов, несомненно, будут выпускаться и инструменты в форме инвестиционных или структурных облигаций, использующие их в качестве базового актива.

Кроме того, Сбербанк завершает работу над весьма интересным продуктом, который позволит клиентам получать доход от рынка коммерческой недвижимости в формате ценной бумаги (но не пая), допущенной к обращению

на биржевом рынке. Впрочем, поскольку работа еще ведется, говорить о деталях этого продукта было бы преждевременно.

— Насколько перспективным вы считаете сегмент инфраструктурных облигаций?

Э. Д. Россия должна совершить большой инфраструктурный рывок, планы сформулированы действительно амбициозные. Одной из форм реализации такого рывка является государственно-частное партнерство, потому что ни государство, ни бизнес по отдельности справиться с поставленной задачей в полной мере не смогут.

Мы считаем, что основным источником финансирования инфраструктурного рывка должны стать пенсионные средства. Особенно если заработает программа индивидуального пенсионного капитала. В таком случае, по нашим оценкам, с 2021 года в частные НПФ будет поступать около 1.5 трлн рублей в год, то есть за три года мы приблизимся к цифре в 5 трлн рублей. Понятно, что часть этих денег будет абсорбирована банковской системой через депозиты, какие-то средства будут вложены в ОФЗ, какие-то — в классические корпоративные бумаги. Но примерно 400–500 млрд рублей, как мы полагаем, могут быть инвестированы в концессионные истории. А качественных проектов недостаточно! Можно по пальцам посчитать концессии, которые уже вышли из инвестиционной стадии. Даже если деньги будут, но не появится реальных проектов, инфраструктурные облигации останутся довольно редким инструментом.

— В некотором смысле смежный сегмент — «зеленые» облигации. Как полагаете, «выстрелит» ли он в обозримой перспективе?

Э. Д. На самом деле это важная и насущная тема, которая находится на стыке компетенции целого ряда регулирующих органов — Минэкономразвития, Минприроды, Минфина, ЦБ.

О. Г. По большому счету, нет хорошо работающего законодательства, которое позволяет в том числе оценивать, насколько заявленный «зеленый» проект на самом деле таковым является. Это очень важно и является краеугольным камнем для выпуска «зеленых» облигаций во всем мире. Плюс нет понятной инвесторской базы, которая по ряду причин может покупать только «зеленые» облигации, что создает очень серьезный спрос на них, например, в Азии. Там это организовано в командном порядке, в отличие от Европы, где большую роль играют добровольно принятые на себя обязательства. Мы, как обычно, где-то посередине.

Э. Д. В любом случае история с green bonds будет иметь продолжение. Если российские компании не займутся экологическим аудитом, не будут соответствовать «зеленым» критериям, в определенный момент это будет использовано против них, например в виде повышенных экспортных пошлин и барьеров со стороны Евросоюза или США. Я говорю о компаниях металлургического, нефтехимического сектора. Европа сама пришла к тому, что надо как-то думать о будущих поколениях. Понятно, что это дойдет и до нас, но пока составляющие «зеленой» экономики как таковой в России находятся в очень зачаточном состоянии. Вероятно, на первом этапе нужны какие-то субсидии со стороны государства, чтобы стимулировать компании реализовывать «зеленые» проекты и выходить за финансированием на биржу.

— Что сейчас происходит на рынке еврооблигаций российских эмитентов? Каковы ваши ожидания по первичным размещениям?

О. Г. Довольно большое число компаний размещали трех-пятилетние еврооблигации в 2012–2013 годах. В 2016–2017 годах были новые выпуски, предназначенные для рефинансирования старых, и они будут погашаться в ближайшие годы. Таким образом, для многих эмитентов пришло время снова задуматься о рефинансировании. Есть компании, которые решили попробовать выйти на рынок именно сейчас. Мы видим большое количество объявленных тендеров на выкуп бумаг с условно короткой дюрацией (с погашением в 2020-м, 2021 годах), сопровождающиеся размещением новых выпусков. Ряд мартовских сделок в евробондах прошел с увеличением объемов против изначально ожидаемых. Мы увидели очень серьезную переподписку в книгах «Еврохима» и «Евраза»; очень красиво разместилась «Алроса». Все эти компании воспользовались благоприятной конъюнктурой и не прогадали. Ставки, безусловно, не те, что мы видели в прекрасном 2017 году, но, в принципе, компании успели как-то привыкнуть к новой реальности. Это вопрос скорее когнитивный, нежели экономический.

— Какова сейчас структура инвесторов в еврооблигации российских эмитентов, много ли иностранцев?

О. Г. В хороших сделках мы видим большое количество американских счетов. С моей точки зрения, это объясняется тем, что российские компании, ограниченные суверенным потолком с точки зрения рейтинга, предлагают при этом очень высокое кредитное качество. Это позволяет инвесторам получить определенный yield pick-up. Людям надо зарабатывать деньги, и они предпочитают закрывать глаза на непростую геополитическую ситуацию.

— Меняется ли доля отечественных инвесторов?

О. Г. Не сказала бы. Крупные компании стараются давать преференции качественным иностранным счетам. Какое-то время назад такой возможности не было: деньги брали у всех, кто давал. Сейчас же, когда есть возможность выбора, стараются в первую очередь удовлетворить заявки американских, европейских либо британских buy&hold инвесторов. Сказать, что при этом увеличилась или уменьшилась доля российского спроса, нельзя. Этот спрос есть, и он стабильно поддерживает российских заемщиков. Видимо, так будет и впредь, потому что российские

счета предпочитают российских же эмитентов. Мало кто ходит за пределы страны и участвует в размещениях южноафриканских, канадских или австралийских бумаг: люди инвестируют в то, что они понимают.

— Каким образом диджитализация банковского бизнеса затрагивает DCM Сбербанка? Какие новации в этой сфере вы можете выделить?

Э. Д. У нас был пилотный проект размещения облигаций МТС на блокчейне, который мы реализовали совместно с НРД. Покупателем выступил сам Сбербанк. Причем это был полноценный выпуск через блокчейн — мы организовали не только поставку бумаг, но и денежные расчеты.

Блокчейн ведь не самоцель, не продукт. Блокчейн — это инфраструктура. Когда мы пишем электронное письмо, нам абсолютно все равно, какой протокол используется при этом. Мы ценим удобство, экономию времени

и денег, а также безопасность — чтобы письмо дошло практически мгновенно, чтобы его не прочитали злоумышленники и чтобы это нам ничего не стоило. В принципе, эти же три составляющие применимы и к рынку ценных бумаг. Это должно быть безопасно, это должно быть быстро, это не должно увеличивать стоимость инфраструктуры. Если блокчейн всем этим трем критериям будет соответствовать, то его будут использовать.

Если отвлечься от ценных бумаг, то у Сбербанка есть интересное приложение — «ДомКлик». Один мой знакомый купил с его помощью квартиру в ипотеку на моих глазах, причем не вставая с места. Он загрузил все документы, получил одобрение кредита, выбрал квартиру на маркетплейсе, позвонил риелтору, нажав кнопку в объявлении. После этого квартира ушла на одобрение в банк, тоже нажатием кнопки.

Все проверки банк проводит только в смартфоне. Все общение с ипотечным менеджером — в чате «ДомКлика», туда же подключаются риелторы, юристы. Никаких бумажек; деньги перечисляются на счет продавца в электронном виде, регистрация прав собственности тоже электронная. Вот это работа блокчейна, это действительно классно, но в нашей сфере этого пока нет. По ряду причин, включая определенные законодательные ограничения.

— Но ведь движение в этом направлении идет. И регулятор, и биржа говорят о безбумажной эмиссии, электронном листинге и так далее…

Э. Д. Этот процесс не остановить, вопрос в том, кто его возглавит — банки, регулятор, биржа или кто-то другой. В любом случае этот поезд поедет, с вами или без вас. Вы можете встать на пути, можете помахать рукой, можете сидеть в вагоне, а можете стать машинистом или продавать билеты на этот поезд как вариант. It's up to you. Но поезд все равно поедет. И мы считаем, что Сбербанк должен быть в авангарде этого процесса, будучи абсолютным технологическим лидером российской банковской системы.

Наверное, в какой-то там момент и мы тоже не будем нужны в той функции, которую сейчас выполняем. Наверное, будем давать советы клиентам, когда выходить на рынок. Хотя и с этим справится искусственный интеллект: анализируя огромный массив данных, он сможет ответить на три главных вопроса: когда выходить на рынок, на какой срок размещаться и какова должна быть цена. Трудно прогнозировать, когда это произойдет, но это неизбежно.

Как бы утопично это сейчас ни звучало, но «Сбербанк Инвестор» — лишь одна сторона медали. На другой стороне появится «Сбербанк Эмитент». У каждого эмитента будет приложение, в нем достаточно будет внести объем, который хочется разместить, срок, на который нужно привлечь средства, и нажать кнопку «пуск». Затем можно будет смотреть, как формируется книга заявок. По большому счету, ничего в этом сложного нет. Технологически и регуляторно рынок довольно скоро будет готов к подобной схеме работы. Все уберизируется. И в России это произойдет даже раньше, чем на Западе, потому что в области финансовых технологий мы опережаем большинство стран.

О. Г. Честно говоря, мне хотелось бы верить, что во всей этой блокчейновой и прочей цифровой истории останется определенный человеческий фактор, который нельзя реализовать, если машина общается с машиной. Это касается определенных отношений, того, в чем заключается наша ценность как инвестбанкиров, как мне кажется. Если бы условная компания размещалась строго по классике — рынок плюс какая-то определенная премия, — она без вопросов собрала бы книжку. Но никто из компаний, к сожалению или к счастью, не хочет размещаться в таком формате. Они все хотят размещаться с отрицательной премией, хотят, чтобы у них были качественные счета, хотят учета их пожеланий при аллокации. Можно забить соответствующие алгоритмы в электронную систему, но я не помню ни одного случая, когда заранее заданные правила в наших сделках отыграли бы на 100%. Всегда есть какой-то человеческий фактор. Начиная от убеждения крупных инвесторов и заканчивая аллокацией. Никогда не забуду очень яркий пример с одной компанией, которая производила и поставляла бананы лет 10 назад. У них было исключительно прекрасное маркетинговое предложение для покупателей облигаций. Во-первых, всем инвесторам привозили бананы в офис; во-вторых, крупным инвесторам (начиная с определенной суммы) предлагался бесплатный тур в Эквадор на банановую плантацию. Чем больше объем, тем больше билетов: удваиваешь сумму заявки — получаешь два билета, утраиваешь — три билета. Это нельзя алгоритмизировать. Это чистой воды человеческий фактор.

Возможно, в первом эшелоне мы и дойдем до полной цифровизации, но во всех других решения все равно будут приниматься с определенной долей субъективизма.

— Давайте попробуем посмотреть в менее отдаленное будущее. Как формулируются ваши приоритеты на ближайший год?

Э. Д. Я начинал свою карьеру в «Ренессанс Капитале» в 2003 году, и каждый год Стивен Дженнингс, делая итоговую презентацию для сотрудников, говорил: «В этом году мы привлекли в российскую экономику столько-то инвестиций. Из них столько-то иностранных и столько-то внутренних». Таким образом, мы понимали результат своей работы. Он выражался не в рейтингах, не в комиссиях, не в каких-то наградах, а в том объеме средств, которые инвестбанк привлек в реальный сектор российской экономики. Мне кажется, это и есть наш первый приоритет. Я говорю сейчас абсолютно без какого-либо псевдопатриотизма. Второй не менее важный приоритет — это повышение акционерной стоимости Сбербанка. Все, что мы делаем, в конечном счете нацелено на то, чтобы принести пользу акционерам банка и повысить его капитализацию.

— То есть если вам задать этот вопрос через год, ответ не поменяется?

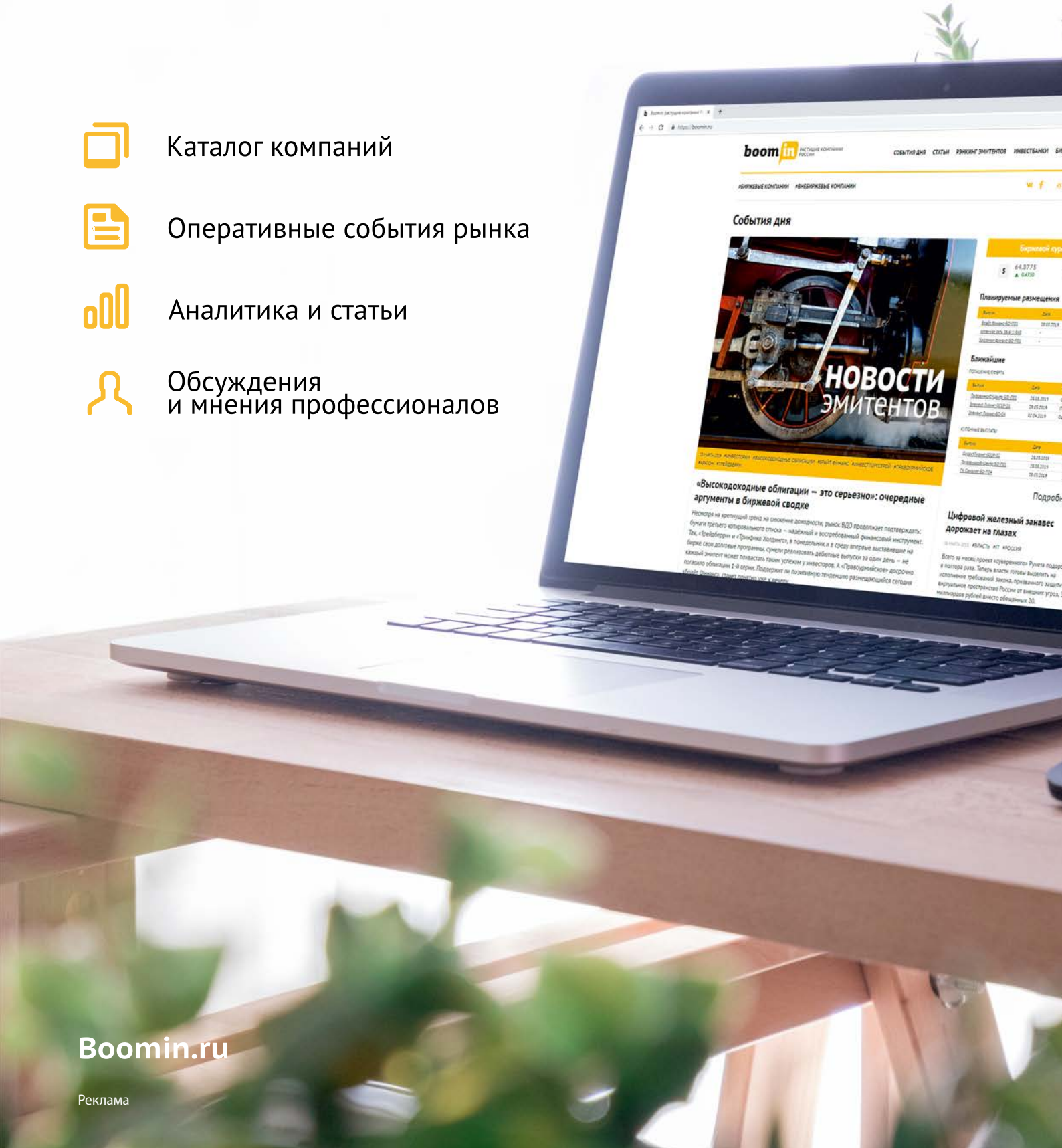
Э. Д. Конечно, нет. Могут меняться технологии, может меняться интерфейс терминала Bloomberg и что-то еще, но основная задача, как я представляю ее, занимая должность управляющего директора DCM, не меняется. Это привлечение финансирования. И чем больше финансирования будет извне, несмотря на все геополитические риски, тем лучше.

В конце марта мы закрыли сделку по выпуску рублевых еврооблигаций РЖД. И вот после закрытия книги мы все, представители банков-организаторов — ВТБ, J. P. Morgan, Сбербанка — стояли и понимали, что на фоне турбулентности, негативной риторики в адрес российских властей со стороны Великобритании, нам удалось привести российскую компанию в Лондон и привлечь там 20 млрд рублей. Причем 60% спроса было предъявлено со стороны иностранных инвесторов. Вот это и дает ощущение драйва, ощущение значимости того, что ты делаешь.

boomin РАСТУЩИЕ КОМПАНИИ РОССИИ

Всё о **высокодоходных облигациях**

- Каталог компаний
- Оперативные события рынка
- Аналитика и статьи
- Обсуждения и мнения профессионалов



Boomin.ru

Реклама