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

«Начинается самая интересная игра, которая переупакует многое из того, что мы сегодня имеем»

В интервью Cbonds Review первый вице-президент и глава блока рынков капитала Газпромбанка Денис Шулаков рассказывает о зернах и всходах «встряски» 2018 года, о страхе из-за беспрецедентно низкого уровня ставок на российском рынке, потенциальном дефиците предложения финансовых инструментов на волне высокого спроса новых инвесторов, решительных шагах на пути превращения России в региональный финансовый центр, а также допускает наступление «эпохи Ренессанса» для рынков капитала.

— Последний раз вы давали интервью Cbonds Review примерно два года назад. Ситуация с тех пор несколько раз радикально менялась: всеобщий оптимизм сменился чуть ли не апокалиптическими настроениями, затем забрезжила новая надежда, которая в конце концов реализовалась в успешном во всех отношениях 2019 году. Давайте начнем с «черной полосы». Каждый кризис чему-то учит. Какие уроки вы вынесли из событий 2018 года?

— В свое время в Barclays меня учили: «Настоящим банкиром ты станешь тогда, когда переживешь как минимум два кризиса». Мне посчастливилось пережить несколько кризисов, последние два — в 2014 и 2018 годах. Если сравнить то, что происходило, то я всегда говорил, что кризис 2018 года был гораздо страшнее 2014-го. Впрочем, не уверен, что эти события стоит называть кризисами. Скорее, своеобразные ступени развития рынка.

Так вот, 2014 год с точки зрения влияния на наш рынок был позитивно-негативным, плохие и хорошие факторы взаимно уравновесили друг друга. Почему? Потому что в тот момент мы еще не полностью адаптировали свою финансовую инфраструктуру под стандарты международного рынка. В этом заключалась уязвимость всей нашей системы; была высокая вероятность того, что возникнет соблазн установить контроль за движением капитала. К нам тогда приезжало очень много западных специалистов, которые после первой волны санкций настоятельно советовали вводить контроль капитала. Это было опасно, потому что автоматически вело бы не только к самоизоляции России,

Я ДУМАЮ, СЛУЧИЛСЯ ОЧЕНЬ ВАЖНЫЙ ПЕРЕХОД, ПОЗВОЛЯЮЩИЙ РАССЧИТЫВАТЬ НА ПРИХОД НА РОССИЙСКИЙ РЫНОК НОВЫХ КАТЕГОРИЙ ИНВЕСТОРОВ

но и к нарушению принципа доверия. Опять бы все сказали, что российский рынок в случае чего закрывается и с ним нельзя работать на долговременной основе. А доверие второй раз к себе не вернешь! То, что этого не произошло, — позитивный момент. Но тогда же ключевая ставка взлетела до 17%, это было резким единовременным движением, которое многих подкосило, отбросило нас на несколько шагов назад.

К 2014 году зарубежные инвесторы еще только входили на российский рынок, полной либерализации не произошло, режима целевого таргетирования не существовало. В 2018 году иностранные инвесторы формировали уже 30–35% спроса на облигации федерального займа. Таким образом, они в определенной степени высвобождали ресурс российских банков, который направлялся на корпоративный сектор и в целом на кредитование. Но эти иностранные инвесторы приходили на рынок через российские банки, которые открывали двусторонние линии, выставляли встречные котировки. То, чего не было в 2014 году, к 2018-му уже было. За эти четыре года успел сформироваться институт доверия. Что было дальше, мы все помним: неприятные события начали происходить с апреля 2018 года, ситуация еще более усугубилась в августе. Была реальная опасность того, что на рынке полностью исчезнут проводники ликвидности и в результате иностранные инвесторы, которые выставляли свои заявки через российские банки на входе, не будут иметь возможности выйти. То есть не будет тех, кто готов выставить котировки на покупку. В результате вся тонкая работа по выстраиванию доверительных отношений могла пойти насмарку. И вот тут была принципиально очень сложная дилемма. Мы знали, что, выставляя котировки на выход иностранных инвесторов, то есть обозначая готовность купить, мы скорее всего потеряем деньги. Потому что на следующий день котировки могут продолжить падать. Но мы твердо решили тогда: котировки выставляем. Было очень болезненно. Но мы сознательно шли на то, чтобы обеспечить иностранным инвесторам возможность выйти из российских активов, в которые они заходили через нас.

— Зачем вам это было нужно? Какой мотив?

— Мы всегда ведем разговор с двумя сторонами — с эмитентом и с инвестором. Эмитента убеждаем выпустить инструмент, а инвестора — купить его. Эмитентов, как правило, меньше, инвесторов — больше. Ну это деньги; всегда есть альтернатива их использования. Поэтому наше базовое правило и на рынке облигаций, и на рынке акций состоит в следующем: если мы с кем-то начинаем торговый оборот, если инвестор выбирает нас в качестве business counterparty, мы всегда дадим рыночную котировку на то, что изначально продавали. В трудный час мы остались верны этому правилу, руководство банка нас поддержало, и в течение фактически двух кварталов мы несли осознанный убыток. Через нас прошло 40%, если не половина, иностранного инвесторского спроса на выход из бумаг. Но когда ситуация начала меняться — с конца 3-го квартала 2018 года, — эти инвесторы к нам же и вернулись, мы получили серьезный приток.

Поэтому если говорить об уроках, то основной состоит в том, что если ты кого-то уговариваешь у тебя что-то купить, то всегда должен обеспечить выход. И если ты это правило обозначаешь, то должен его реализовать на практике, а это стоит денег. В конце концов деньги к тебе вернутся с большим плюсом. Так и произошло в нашем случае: приток прошлого года в полтора раза превысил отток предыдущего. Все, что мы делали, было не зря.

Еще один важный момент, возможно, философский. Готовность банка брать риск — эта функция его дистрибуции. Чем выше вероятность дистрибуции риска, тем больше готовность банка брать риск. Потому что мы живем в мире, в котором институциональных денег и денег населения больше, чем денег, которые есть у банков. Банки должны прежде всего выполнять функцию проводников ликвидности, развивать дистрибуцию, поддерживать инвесторов, в том числе и кредитуя их. В противном случае у нас такие игроки, как пенсионные фонды, страховые компании, ПИФ, asset-менеджеры и хедж-фонды долго на ноги не встанут.

— Как бы вы оценили результаты 2019 года? Какие самые яркие события или тренды отметите?

— 2019 год для российского долгового рынка оказался очень позитивным. Ключевая ставка ЦБ была понижена 5 раз. Доходности ОФЗ стремительно снижались, приблизившись к «докризисным» минимумам 2013 года, а приток средств нерезидентов на рынок ОФЗ превысил

1 трлн рублей. При этом, несмотря на рекордные по объему аукционы Минфина, доля корпоративных облигаций выросла в общем объеме размещений с 41% в 2017-м до 46% в 2019-м. Если говорить про Газпромбанк, то количество и номинальный объем сделок с нашим участием на локальном рынке был рекордным: 100 выпусков на 1 трлн рублей.

Самые яркие события были связаны с тем, что большое количество эмитентов зафиксировало для себя рекорды по купону, сроку, а также объему выпуска или совокупности выпусков. Разве можно было представить, что около 1 млрд в долларовом эквиваленте будет собирать на российском рынке такая компания, как «Русал», с ограничений на которую в 2018 году, собственно, все и началось?

Это, кстати, иллюстрация важной тенденции: низкие ставки на внутреннем рынке привели к тому, что экспортеры — традиционные заемщики на рынке евробондов — стали чаще выходить на рублевый рынок и заключать валютный своп, получая более дешевое синтетическое финансирование в инвалюте. Помимо «Русала» можно вспомнить также «Еврохим», «Норильский никель». Думаю, этот тренд должен продолжиться и в 2020 году.

— Каков ваш взгляд на 2020 год в целом? Не ожидаете разворота, наступления очередной «черной полосы»?

— Большинство опрошенных нами инвесторов (локальных и международных) сохраняют положительные настроения относительно ситуации на российском и глобальных рынках, принимая в расчет политику низких ставок крупных центральных банков. В то же время они становятся более осторожны и чувствительны к рискам, так как рынки находятся на высоких отметках. Я полагаю при этом, что ключевыми для нас будут не внутренние, а внешние риски.

То, что мы вышли из прошлого кризиса, не значит, что завтра не будет нового. Но сегодня мы уже можем говорить о зрелости российского рынка, и люди со стороны это тоже видят. Есть элемент доверия, есть понимание, что с тобой

С ОДНОЙ СТОРОНЫ, МЫ ПРОДОЛЖАЕМ ПСИХОЛОГИЧЕСКИ БОЯТЬСЯ, ПОТОМУ ЧТО НА ТАКИХ УРОВНЯХ НЕ РАБОТАЛИ. С ДРУГОЙ СТОРОНЫ, Я СЧИТАЮ, ЧТО РЫНОК ОБРЕЧЕН НА РОСТ

говорят на одном языке. Этого раньше не было. Я думаю, случился очень важный переход, позволяющий рассчитывать на приход на российский рынок новых категорий инвесторов. Потому что те, кто профессионально интересуется нашим рынком, здесь уже присутствуют. Нужно принципиально новое системное движение.

— В чем оно может заключаться?

— В том, чтобы на наш рынок пришли те, кто еще недавно не задумывался о нем, но наблюдает за какими-то конкретными эмитентами или типами эмитентов. А это может произойти только тогда, когда эти эмитенты выйдут на наш рынок. Все, что мы испытали за два последних шока, дисциплинировало рынок, дисциплинировало сознание тех, кто на нем работает. Это уникальные команды, одни из самых высокопрофессиональных в мире ценных бумаг, в мире организации выпусков на глобальном уровне. Скажем, те стандарты, которые сейчас демонстрирует Минфин на основе рынка ОФЗ, позволяют рассчитывать на то, что этим опытом заинтересуются как минимум наши ближайшие соседи. Если российский рынок выдержал такие испытания, значит, у нас есть чему поучиться.

В прошлом году мы сделали решительный шаг на пути превращения в важный региональный финансовый центр. На российский долговой рынок вышли два белорусских эмитента: Минфин республики разместил свои бумаги на 10 млрд рублей, плюс еще 10 млрд рублей по сумме двух выпусков привлек национальный чемпион в ритейле — компания «Евроторг». То есть мы имеем 20 млрд белорусского риска, которые великолепно разместились на первичном рынке и не менее великолепно торгуются на вторичном. Причем самое интересное, что бумаги на нашем рынке в рублях покупали не только российские, но и иностранные инвесторы. Если мы эту практику будем продолжать и выводить на российский рынок эмитентов других стран, то вместе с ними придут инвесторы, которые следят за конкретными именами и вынуждены будут смотреть на выпуски в рублях.

— Вы обмолвились, что инвесторы стали более чувствительны к рискам. Что имеется в виду?

— Мы вышли на беспрецедентно низкие уровни ставок заимствования на российском рынке, и у многих существуют опасения, что от уровня, который есть сейчас, мы скорее отскочим вверх по ставкам, нежели сдвинемся вниз. Мы видим реализацию этого опасения на любом колыхании рынка. На самом деле у страха глаза велики, и вот это ожидание, что лучше уже не будет, а может быть только хуже, само по себе мало соответствует объективной реальности. В таких условиях сложно работать, требуется лидерство именно от инвестиционных банков, которые формируют рынок. Слава богу, что у нас есть как минимум пять команд, которые реально работают и которые готовы объединять свои усилия. Тенденция этого года — широкие синдикаты. Мы видим синдикаты по 4, по 5, по 6, по 8 банков.

— Вы говорите сейчас про чисто российские команды?

— Да, я сейчас говорю про рублевый рынок. Мы видим такие синдикаты, потому что инвесторам страшно из-за того, что мы вышли на невиданный ранее уровень низких ставок. Нормально, если банки синдицируют сделку: большое количество организаторов с commitment (обязательством собственной заявки), конечно, создает уверенность в размещаемости.

Нужно помнить при этом, что наш рынок не первым проходит через такие изменения. Ставка инфляции в 3–3.5% нова для нашей страны, но в целом не нова для других стран мира. Можем вспомнить в этой связи опыт Греции и Португалии. Когда они собирались вступить в Еврозону, критерием была инфляция не выше 3%, а в этих странах исторически инфляция была от 5% и гораздо выше, ближе к 10%. Соответственно, ставка по депозитам была в этом же диапазоне, люди зарабатывали за счет пассивного управления деньгами. И вот когда страны стали двигаться в сторону Маастрихтского критерия в 3%, население стало искать альтернативные способы инвестиций. Это спровоцировало рост рынка недвижимости, рост рынка финансовых инструментов чуть ли не в сотни раз. Я это говорю к тому, что Россия объективно подошла к зоне низкой инфляции и макроэкономической стабилизации. При этом есть четкие расчеты, показывающие, что развертывание национальных проектов не ведет к разбалтыванию системы и повышению инфляции. Более того, появляются компании, которые можно назвать очевидными бенефициарами этого процесса.

При депозитных ставках в 4–4.5% годовых наше население тоже займется поиском альтернативных финансовых инструментов. Уже сегодня между ставкой депозита и ставкой бондов в первом эшелоне существует 2–2.5% арбитража на сопоставимые сроки. Посмотрите хотя бы на наши бонды и депозиты, а для объективности — на бонды и депозиты Сбербанка. А если еще посмотреть на рынок акций, то можно заметить, что он относительно дешевый, если сравнивать с другими emerging markets, при высокой в среднем дивидендной доходности. Если взять такие компании, как НЛМК, ММК, «Северсталь», то их дивидендная доходность превышает 10%, причем речь идет об очевидных бенефициарах национальных проектов. Невозможно эти проекты развернуть инфраструктурно без перечисленных компаний. То есть налицо потенциал роста акций.

Таким образом, для сбережений очевидно формируется менее рискованный рынок корпоративных облигаций и более рискованный рынок акций. Это говорит о том, что мы все находимся в очень интересной ситуации. С одной стороны, продолжаем психологически бояться, потому что на таких уровнях не работали. С другой стороны, я считаю, что рынок обречен на рост. В прошлом году рынок первичных размещений вырос почти до 2.7 трлн рублей только по корпоративным бумагам, а суммарно до 3.7 трлн. Думаю, что потенциал роста в 10–15% для бондового рынка у нас точно есть. А рынок акций может вырасти за 2020 год, не постесняюсь этой цифры, на 30 или даже на 50%. Потому что в нашей стране депозиты населения — это примерно 450 млрд в долларовом эквиваленте, и если хотя бы 10% от этой суммы перетекут на

рынок капитала, это уже 45 млрд долларового эквивалента. Я сейчас в доллары перевел не случайно, а потому, что весь рынок российских евробондов за прошлый год — это чуть меньше $22 млрд по всем первичным размещениям. Вот и сравните.

— Почему вы оцениваете потенциальный переток в 10% от депозитов, не больше и не меньше?

— Ну вот смотрите. Сейчас у физических лиц открыто примерно 3.5 млн брокерских счетов, причем речь идет о двукратном увеличении за последние 12–18 месяцев. Если мы возьмем KPI отдельных банков, то увидим, что 10 млн счетов – это, в моем понимании, перспектива 12 месяцев. Все это вполне реально, потому что работает эффект «сарафанного радио» плюс происходит дальнейшее развертывание розничных электронных платформ. Если у нас из 147 млн населения 100 млн имеют какие-то средства в банках, то 10 млн — это и есть искомые 10%. Кроме того, не следует забывать, что продолжается приток иностранных инвесторов в ОФЗ в силу емкости нашего рынка, его ликвидности и хорошей реальной ставки заимствования. Мы видели, что с начала 2019 года 80% размещений в ОФЗ — в пользу иностранных инвесторов. Если суммировать все источники, весь спрос, то в недалеком будущем мы можем столкнуться с ситуацией, когда будет просто недостаток контента.

— То есть недостаток инструментов для потенциальных вложений как «новичков», так и «старичков» рынка, вы это имеете в виду?

— Да, именно. Тогда возникнет желание предлагать структурные облигации, риск, упакованный в ценные бумаги. Моя точка зрения состоит в том, что это прекрасная возможность развернуть секьюритизацию в России, в первую очередь секьюритизацию кредитов реальному сектору. Если же речь идет о риске, привязанном к рыночным инструментам через всевозможные индексы, то, конечно, он должен быть нацелен больше на институциональных или квалифицированных инвесторов, чем просто на население.

Отдельная тема — огромный потенциал с точки зрения отношений с нашими торговыми партнерами. Недавняя информация о том, что Минфин начинает активнее рассматривать кредитование в рублях стран — наших торговых партнеров, из этой серии. Если бы эта тенденция совместилась с темой бондизации по примеру Белоруссии, появилась бы возможность выстроить базис в виде рыночных ориентиров, дифференциалов процентных ставок в соответствующих валютах наших торговых партнеров (рубль — турецкая лира, рубль — вьетнамский донг, рубль — казахстанский тенге, армянский драм, корейская вона и так далее). Тут огромный потенциал, просто огромный. Вслед за суверенами на нашем рынка появились бы и корпоративные эмитенты из соответствующих стран. За примером далеко ходить не надо: не секрет, что мы рассматриваем еще 3–4 потенциальных выхода корпоративных эмитентов из Белоруссии. Успех, как говорится, порождает успех.

— Вы считаете реальным появление новых зарубежных эмитентов на российском рынке уже в этом году?

— Мы работаем над тем, чтобы они появились. И рассчитываем на то, что эта работа будет поддержана как регулятором, так и всеми участниками рынка. Но есть у нас еще факторы, которые препятствуют тому, чтобы это могло случиться прямо сию минуту.

— Что, например?

С каждым из торговых партнеров есть свои тонкости. Кто-то из них хорошо продвинут и является участником международных организаций. К примеру, листинг облигаций Минфина Турции не вызовет никаких проблем с точки зрения требований нашего регулятора. Но какие-то страны менее продвинуты, поэтому придется разрабатывать двусторонние документы. В случае с Белоруссией у нас есть союзный договор, поэтому вопросы налогообложения решаются проще. В прочих случаях нужно обсуждать эту тему отдельно. Пенсионные фонды в России сегодня имеют ограниченный мандат, нужно дать им возможность без проблем покупать рублевые бумаги иностранных эмитентов. В общем, придется много чего дошлифовывать в каждом конкретном случае. Но непреодолимых препятствий, из-за которых нельзя двигаться дальше, нет. Зато есть колоссальные запасы, к которым мы еще не притронулись.

Мы, конечно, рассказываем про опыт Белоруссии другим партнерам по ЕАЭС и БРИКС, но каждый из них принимает решение, руководствуясь своими планами и целями. С точки зрения расширения географии принципиальной знаковой транзакцией будет выход на российский рынок Нового банка развития

МЫ СТОЛКНЕМСЯ С ТЕМ, ЧТО НА МЕЖДУНАРОДНОМ РЫНКЕ УМЕНЬШИТСЯ СПРОС НА «НЕ ЗЕЛЕНЫЕ» ИЛИ НЕ СООТВЕТСТВУЮЩИЕ ЦЕЛЯМ УСТОЙЧИВОГО РАЗВИТИЯ ИНСТРУМЕНТЫ

(НБР) — банка БРИКС. Его программа уже зарегистрирована и позволит делать выпуски разной длины, нацеленные в том числе на проекты устойчивого развития.

— А с точки зрения российских эмитентов, есть ли предпосылки появления на рынке новых ярких имен?

— Это комплексный вопрос. С одной стороны, концентрация российской экономики — не очень хороший момент. С другой стороны, для рынка капитала эта ситуация вполне приемлема. Есть, скажем, «Газпром», «Роснефть», «Лукойл», «Новатэк», «Сибур» или РЖД, которые работают со своими поставщиками. Такие поставщики в конечном итоге имеют дело с риском того, что условный «Сибур» им не заплатит, то есть по факту — с риском корпораций первого эшелона. В этом смысле появление финансовых инструментов компаний, которые встроены в цепочки поставок или обслуживания крупнейших российских «голубых фишек», очевидно, произойдет. Попытаюсь объяснить, почему я так думаю. В условиях поставленной задачи активизировать реализацию национальных проектов банки столкнутся с недостаточностью капитала для того, чтобы кредитовать бизнес, в том числе на условиях проектного финансирования. И чтобы, с одной стороны, не забивать лимиты на одного заемщика, а с другой стороны, чтобы обойти ограничение на капитал банка в целом, придется искать выходы на рынок капитала. Я вообще считаю, что рынок капитала будет расти в трех направлениях. Во-первых, за счет упомянутого нового класса эмитентов, который появится в силу консолидации supply chain крупнейших корпораций — операторов портов или компаний, предоставляющих логистические или складские услуги, например. Первые имена скоро выйдут на рынок. Второе направление — это проектное финансирование. Здесь, как я сказал, есть естественные ограничения, поэтому банки скорее всего будут секьюритизировать проектные кредиты. Ну и в-третьих, самая большая тема, которая начинает разворачиваться на российском рынке и в международных финансах вообще, — это тема «зеленого» финансирования. Я считаю, что и наш рынок, и мировой рынок будут переживать в этой связи ренессанс, а не уныние. Тот факт, что на локальном рынке в настоящий момент всего четыре «зеленых» выпуска, не говорит о том, что мы какие-то недоразвитые. Это говорит о том, что просто условия пока не созрели.

Между тем стандарты рынка «зеленого» финансирования в мире реально обрели не только смысл, но и форму. Многие инвесторы подписались под принципами ответственного финансирования и добровольно обязались как минимум половину своих портфелей инвестировать в активы, которые соответствуют этим принципам. Упомянутая половина — это 45 триллионов долларового эквивалента, при том, что сейчас в мире только 18–20 триллионов активов, соответствующих заявленным принципам. То есть должно откуда-то появиться еще столько же и даже больше. В результате мы столкнемся с тем, что на международном рынке уменьшится спрос на «не зеленые» или не соответствующие целям устойчивого развития инструменты. А на национальном рынке мы можем совершенно спокойно это соответствие обеспечить. Россия здесь имеет уникальную возможность все поставить на свои места. Экология должна стать нашей визитной карточкой. Если плохо будет России, значит, под угрозой благополучие всего евроазиатского континента с точки зрения экологии. Те же европейцы прекрасно понимают, что многие их проблемы рождаются отнюдь не в Европе.

Стандарты «зеленых» облигаций являются своего рода паспортом, верификацией. Если у тебя появляется паспорт, значит, тебя проверили на соответствие принципам «зеленого» финансирования. Задача регулятора — обеспечить максимально комфортное регулирование, соответствующее мировым стандартам, а где-то их опережающее. Следом возникнет вопрос подбора проектов, и мозг начнет работать совершенно по-новому. Если раньше рейтингование происходило преимущественно по кредитным метрикам, то завтра начнут включаться смысловые метрики. Если у компании нет экологической политики или политики, соответствующей целям устойчивого развития (включая социальные программы), это повлияет на весь комплекс ее показателей. Появляется новое измерение для всей нашей деятельности. Измерение смысловое. Вот это я и называю «эпохой Ренессанса» для рынков капитала. Это самая большая, самая интересная игра, которая переупакует многое из того, что мы сегодня имеем. Переупакует в соответствии с новыми принципами. Так что у нас впереди еще очень много интересного.

Беседовал **Борис ФЕДОРОВ**

ПОЯВЛЯЕТСЯ НОВОЕ ИЗМЕРЕНИЕ ДЛЯ ВСЕЙ НАШЕЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ. ИЗМЕРЕНИЕ СМЫСЛОВОЕ. ВОТ ЭТО Я И НАЗЫВАЮ «ЭПОХОЙ РЕНЕССАНСА» ДЛЯ РЫНКОВ КАПИТАЛА