Алексей КУЗНЕЦОВ,
председатель совета директоров, БК «Регион»

«Нам удалось быстро приспособиться к новой реальности»

Председатель совета директоров брокерской компании «Регион» Алексей Кузнецов рассказал в интервью Cbonds Review о том, как российский долговой рынок пережил события 2020 года, об активности эмитентов, о том, когда развернутся процентные ставки и какими будет их уровень в обозримой перспективе, а также о том, какую роль будет играть личное общение в посткоронавирусной реальности.

— Как можно оценить ситуацию на российском рынке облигаций в 2020 году в целом? Какие важные тренды вы бы отметили?

— Хочется вспомнить один интересный факт: в декабре прошлого года более 50% участников Российского облигационного конгресса Cbonds ожидали очень хорошего рынка в 2020-м и доходов примерно на уровне 2019 года. Нужно помнить, что 2019 год был суперуспешным, и многим верилось, что наступающий год будет таким же. Начало года оправдало подобные надежды, старт был многообещающим. А что случилось дальше, мы с вами прекрасно знаем. Про нынешний, 2020 год можно сказать, что он был очень волатильным, взлеты чередовались с падениями, так что для тех, кто успевал вовремя заходить и выходить, он мог стать суперудачным, а для кого-то — совсем наоборот. Так как год уже близится к концу, то общий итог примерно такой: если в 2019 году доходности десятилетних ОФЗ упали на 2%, то в 2020-м — только на полпроцента. В конце I — начале II квартала мы видели огромные провалы, падение по самым длинным ОФЗ достигало 24%! Такого, наверное, никто не ожидал. Впрочем, феноменальное падение мы достаточно быстро отыграли и во второй половине мая достигли минимальных уровней доходности.

Среди важных трендов я бы отметил рекордные объемы выпуска ОФЗ. Причем Минфин начал активно продвигать бумаги с переменным купоном, которые оказались очень востребованы. Таким образом, удалось найти золотую середину между желанием привлечь большие объемы для выполнения рекордного плана заимствований, при этом не увеличивая ставки, и пожеланиями рынка. Также появились новые инструменты, которых раньше не было, в том числе РЕПО с ЦБ на 1 месяц и на год. Первое время они были не востребованы, но потом участники рынка «распробовали» предложение и стали им активно пользоваться. Сейчас объем РЕПО на месяц — около 600 млрд рублей, а РЕПО на год — 20 млрд.

Отмечу еще один новый инструмент — бессрочные облигации, которые позволяют эмитентам не увеличивать долговую нагрузку, а инвесторам — получать повышенную

Фото: Павел Перов

доходность. Мы приняли участие в двух сделках по размещению бессрочных бондов РЖД, получили неплохой опыт работы с новым типом облигаций. Еще одним важным трендом является ускорение притока частных инвесторов на фондовый рынок. Впрочем, что касается облигаций, то спрос на них со стороны физлиц очень неравномерно распределяется по рынку, концентрируясь на определенных типах бумаг.

— Как вы в БК «Регион» реагировали на коронакризис?

— Март, когда все началось, был очень сложным. И у нас, и у всего рынка была поначалу какая-то растерянность: все падает, мы все на удаленке, новые способы коммуникации еще не отработаны, что же делать дальше? Однако растерянность длилась недолго, нам удалось достаточно быстро приспособиться к новой реальности. Первую крупную рыночную сделку с компанией «ЕвроХим» на 25 млрд рублей мы закрывали уже 10 апреля. Причем были единственным организатором в этой сделке. Затем с середины апреля до середины июня, то есть за 2 месяца, мы стали организаторами в 24 выпусках облигаций 18 эмитентов на сумму 237 млрд рублей. 24 выпуска за 2 месяца означает, что мы делали сделку примерно раз в 2 дня, а ведь там были еще и майские праздники. Для нас это была горячая пора. Мы одними из первых среди организаторов сумели сориентироваться, перестроить бизнес-процессы, «перезапуститься», в то время как многие другие участники рынка все еще находились в задумчивости. Нам удалось выстроить постоянно действующий — почти круглосуточный механизм оценки информации и принятия решений, которого раньше у нас не было. И хотя мы почти не встречаемся очно, продолжая работать в удаленном режиме, взаимодействие настроено таким образом, чтобы оставаться адекватными ситуации как на первичном, так и на вторичном рынке. Так, по итогам первого полугодия 2020 года мы вышли на второе место по организации рыночных займов, а наш трейдинг находится в пятерке лидеров по оборотам торговли корпоративными бумагами.

А потом, знаете, как это бывает: в начале ты работаешь на оценки, потом оценки работают на тебя. Когда бумаги размещаются легко, любой организатор с этим справится. А когда рынок сложный и кто-то в этот рынок заходит первым, он сразу получает конкурентное преимущество. Эмитенты, видя, что у нас получается, что мы лучше чувствуем рынок, действуем, когда другие осторожничают, активнее стали выходить на контакт, КПД переговоров, хоть они и велись в удаленном режиме, сильно вырос.

— Сделки на удаленке — это навсегда? Вернутся ли старые добрые офлайн-встречи, или новые технологии победили окончательно?

— Все-таки ничто не может заменить человеческого общения. И первый контакт желательно иметь очно, от этого никуда не уйти; наш бизнес — это все же бизнес лицом к лицу, face-to-face. Я убежден, что прочные связи можно нарабатывать только путем личного знакомства. А вот когда ты уже этими связями оброс, наработал базу, находишься с клиентами на одной волне, потому что знаешь их особенности, тогда и удаленное общение вполне подходит. Нам в этом смысле проще — мы далеко не новички на рынке, многих давно и хорошо знаем, и многие знают нас.

Вот что точно изменится, так это подход к учету рабочего времени и к обязательности присутствия в офисе. Мы все теперь отлично понимаем: во сколько человек пришел на работу и во сколько ушел — не самое главное. Людей надо оценивать по каким-то другим принципам — по вкладу в доходы, работе с клиентами, креативности и т. п. Мы, наверное, естественным путем придем к тому, что часть сотрудников будет присутствовать в офисе, часть — работать удаленно. Причем удаленная работа не подразумевает безвылазного сидения на одном месте, она означает в том числе больше встреч с клиентами, когда эти встречи будут снова возможны. Наверное, самый правильный путь — это гибкий график, когда человек получает право чередовать работу из дома и поездки в офис. Мы видим и отрицательные моменты работы в полностью удаленном режиме, так как понимаем, что значит работать плечом к плечу, и ценим эту возможность — только так строится хорошая команда. В общем, я еще раз подчеркну: личное общение будет востребовано еще долгое время, осмелюсь даже предположить, что оно будет востребовано всегда.

— В этом году мы увидели рекордно низкую ключевую ставку. Как вы считаете, это надолго? Когда возможен разворот тренда?

— Низкие ставки — это же замечательное, в принципе, явление. Они стимулируют потребление, а потребление стимулирует экономику. Динамику ставок в обозримой перспективе я вижу следующим образом. Центробанк обозначил цель по инфляции 4% на достаточно длительный срок. Сейчас мы имеем ключевую ставку на уровне 4.25%, и, по нашим ожиданиям, ЦБ может поднять ее примерно на один процентный пункт, конечно, не сразу, а постепенно. Цикл повышения ставок может начаться примерно через год, в конце 2021-го, а к уровню 5–5.25% мы можем подойти во второй половине 2022 года. 5-летние ОФЗ к тому моменту я оцениваю на уровне «плюс 0.5 к ключевой ставке», то есть примерно 5.5–5.75%, 7-летние — 5.75–6%, 10-летние ОФЗ — на уровне 6.0–6.25%. Что на самом деле не сильно отличается от текущих показателей с учетом волатильности. Ужесточение денежно-кредитной политики, которого многие участники рынка ожидают, по большей части заложено в цены. В этом смысле предполагаемое движение ставок на 2 года вперед не существенно. Если не будет форс-мажоров, связанных с санкциями против российского госдолга, с обвалом нефтяных цен или с какими-то другими шоковыми обстоятельствами, есть вероятность, что цена ОФЗ будет изменяться в довольно узком коридоре. Лично я не жду сильного роста или сильного падения доходности, если таковым не считать отклонения в пределах двух-трех десятых от нынешних уровней.

— Как вы оцениваете активность корпоративных эмитентов? Чем обусловлено их поведение? Какие ключевые тренды на рынке могли бы выделить?

— В момент повышенной волатильности, в апреле — июне, на рынок выходили в основном качественные эмитенты 1–2-го эшелона. Из ключевых имен отметились, пожалуй, все, включая РЖД, АЛРОСА, «Газпром», Сбербанк, ВЭБ РФ. Выходили они на рынок по несколько раз, привлекая достаточно большие объемы, считая момент удачным, а цены привлекательными. Как мы сейчас видим, справедливо считали. Минимальные уровни доходностей были зафиксированы в конце мая, то есть как раз тогда, когда большинство упомяну-

тых эмитентов и занимались размещениями. После этого ставки стали немножко подрастать. Многих озадачило заявление Эльвиры Набиуллиной по поводу нейтральной ставки. В итоге инвестиционное сообщество пришло к пониманию, что ЦБ РФ готов в середине 2021 года начать поднимать ключевую ставку, что и отразилось на росте ставок ОФЗ и корпоративных облигаций как на первичном, так и на вторичном рынке.

Осенью, с одной стороны, было много размещений, а с другой — первый эшелон выходил на рынок в очень ограниченных количествах. Связано это с тем, что у качественных корпоратов всегда есть альтернатива в виде получения банковского кредита, и они в условиях роста доходностей на бондах предпочитали финансироваться именно таким образом или откладывать размещение бондов до момента, когда ситуация со стоимостью публичного долга изменится. Как раз в этот момент на рынок выходило много эмитентов третьего эшелона с небольшими, в принципе, объемами и со своим кругом покупателей.

К концу осени ставки опять припали, и мне кажется, что качественные эмитенты 1–2-го эшелона снова готовы выходить на рынок. Кроме того, много стали занимать субъекты РФ, обычно выходящие на рынок в конце года. В этом году все региональные бюджеты остро нуждаются в деньгах, потому что пандемия коронавируса сильно повлияла на экономику. На текущий момент уже размещено субфедеральных облигаций на общую сумму порядка 190 млрд рублей, что почти на 70% выше показателя предыдущего года. В следующем году ситуация с наполнением региональных бюджетов вряд ли изменится в лучшую сторону. Я вообще думаю, что следующий год будет годом субфедеральных бумаг, объем заимствований будет рекордным.

— Вы упомянули о притоке частных инвесторов и о том, что они покупают определенные бумаги. Какие именно?

— Физлица покупают в первую очередь облигации банков, в которых они держат свои счета, потому что могут получить доходность выше, чем по депозитам. Мы примерно представляем, что доля покупок на первичном рынке облигаций Сбербанка со стороны физических лиц порядка 40%, доля покупок облигаций Газпромбанка примерно 10%. С другой стороны, по облигациям крупнейших корпоративных заемщиков с их относительно низкой доходностью эта доля редко превышает 1%. То есть люди покупают то, что им понятно, то, что им близко: банки и доходные облигации. Отдельный вопрос — сегмент high-yield, на который мы смотрим по большей части со стороны. Я подозреваю, что доля покупок со стороны физлиц в этом сегменте может достигать 80% или даже больше. Здесь все понятно: выходит какой-то условный эмитент с «приятной» доходностью, в то время как депозит, как правило, не превышает 4.5% годовых, и, конечно, находится немало желающих вложиться в высокодоходные облигации. Просто нужно понимать, что сами эмитенты в этом сегменте не очень крупные, объемы заимствований небольшие, ставки высокие, а риски дефолтов присутствуют серьезные, и нужно внимательно следить за их кредитным качеством. Могу посоветовать инвесторам больше обращать внимание на наличие российского или международного рейтинга и его величину.

— Вы, когда выступаете организаторами, видите в своих выпусках динамику притока средств частных инвесторов?

— Конечно, видим. Но еще раз: все зависит от эмитента. Очень сложно вывести средние цифры. Если условно 40% выпуска Сбербанка покупают физлица, а у крупного корпората только 1%, как складывать эти показатели? Динамику мы видим, доля физлиц однозначно растет, просто в разных секторах по-разному. Она и дальше будет расти, а с введением налога на депозиты эта тенденция только усилится.

— Как вы смотрите на перспективы выпуска «зеленых» облигаций, о которых сейчас много говорят?

— На Западе «зеленые» облигации востребованы по ряду причин. Там экология — модная тема, причем в хорошем смысле: люди реально видят проблему и хотят ее решать. У инвесторов есть обязательства держать какую-то долю портфеля в «зеленых» бондах. У нас, насколько я понимаю, таких требований пока нет, то есть банки или фонды не обязаны покупать что-то «зеленое». Это дело, как говорится, добровольное. Но «зеленые» облигации — вещь вообще-то затратная, потому что включаются дополнительные механизмы верификации. Эти затраты должны быть как-то компенсированы, и если перекладывать их на покупателя, то бонды становятся более дорогими. Как с этим бороться? Как обычно, можно действовать либо кнутом, либо пряником. Кнут означает обязать инвесторов — банки, НПФы, страховые компании, паевые фонды — держать в своем портфеле определенную долю «зеленых» облигаций. Пряник подразумевает, что государство какие-то вещи дотирует, и продукт получается по крайней мере экономически не хуже. Ведь сегодня, когда фонд покупает облигацию, какая у него задача? Обеспечить максимальную доходность

Я ВООБЩЕ ДУМАЮ, ЧТО СЛЕДУЮЩИЙ ГОД БУДЕТ ГОДОМ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ БУМАГ, ОБЪЕМ ЗАИМСТВОВАНИЙ БУДЕТ РЕКОРДНЫМ

для вкладчиков. «Зеленая» она или не «зеленая», никто не спрашивает. Если бумага, как мы говорили, имеет дополнительные издержки, которые перекладываются на покупателя, значит, ее доходность — меньше. А если меньше, то зачем ее покупать? Пока эта дилемма не решена. Как только это случится, ситуация изменится. Пока же мы наблюдаем некий подготовительный процесс. Все понимают, что экология — это очень важно. Но должны появиться и дополнительные стимулы.

— Как вы оцениваете предварительные результаты работы в 2020 году? Какие знаковые сделки можете выделить?

— Для нас самая знаковая сделка года — это размещение компании «ЕвроХим». Я уже говорил, что она была первой после начала пандемии. Не только для нас, но и для рынка в целом эта сделка стала, наверное, неким «окном в Европу», после открытия которого все поверили в то, что рынок может нормально функционировать.

Что касается результата работы компании, то он очень хороший, причем как с точки зрения DCM, так и с точки зрения трейдинга. Все волны роста и падения, которые были на рынке, мы прошли достаточно хорошо. В какие-то моменты увеличивали портфель, доводили его до максимального, в какие-то моменты минимизировали объемы. В принципе, результаты 2020 года схожи с результатами прошлого, 2019 года. А мы начали с того, что прошлый год был очень успешным. Мы довольны тем, что не делали каких-то опрометчивых шагов, не брались за сделки только ради места в рэнкингах, не стремились участвовать во всем. Что-то мы вполне осознанно пропускали, ведь бежим-то мы не спринт, а марафон. Можно загнать себя и показать хороший результат на 20-м километре, но до финиша так и не добраться. Нужно правильно рассчитывать силы и закончить год с хорошим финансовым результатом, а рэнкинг — это его некая производная.

— Как смотрите на 2021 год? Какие ожидания?

— Это сложный вопрос. В апреле, когда пандемия только начиналась, мы все строили прогнозы, в том числе и по поводу того, как долго продлится вся эта ситуация. Казалось, что пройдет 2-3, максимум 4 месяца — и все нормализуется. Лично я был уверен, что Европа откроется для нас уже в августе. Но сейчас понятно, что и в следующем году мы останемся в той же парадигме, что и сегодня, — закрытого будет больше, чем открытого. Да, вроде бы появились вакцины, и они даже показывают хорошие результаты. Но только в России 146 млн человек, в Америке — все 328 млн. На массовую вакцинацию населения уйдет много месяцев, и жить с различного рода ограничениями предстоит еще долго.

С другой стороны, посмотрите на рынок акций — американцы уже пробили свои максимумы, нефть далеко ушла от минимумов. Растут акции гостиничных сетей, растут акции перевозчиков, хотя многие границы закрыты и туризм «встал». Рынок намного опережает реальность, он живет будущим. Количество заболевших коронавирусом продолжает расти, но рынок уже как бы пережил это и оказался далеко впереди.

У нас к середине апреля, думаю, как и у всех, были плохие финансовые результаты. Но рынок настолько быстро стал восстанавливаться, что пересчет финансовых результатов буквально раз в неделю давал нам ощутимую прибавку. Надо понимать, что чем жестче ситуация, тем больше финансовым рынкам помогают. А чем больше им помогают, тем быстрее они отрастают. Тот, кто может использовать свой предыдущий опыт и не концентрируется на сегодняшнем дне, думает о будущем, тот и получает хорошие результаты, хорошо зарабатывает. Это, конечно, не просто, но к этому надо стремиться. Следующий, 2021 год будет непростым. Но мы смотрим в будущее с оптимизмом. Испытания закаляют и делают нас сильнее.

— Как изменились ваши личные привычки за время пандемии? Чего особенно не хватает? С каким настроением будете встречать новый год?

— Я очень люблю путешествовать, на моем счету 84 страны, в которых успел побывать. В этом году по ряду причин, в том числе из-за пандемии, план путешествий пришлось сильно сократить. Еще в феврале я смог посетить Уганду, Руанду и Конго. Три очень интересные, очень экзотичные страны — гориллы, вулканы, рафтинг на Ниле. Потом был длинный перерыв. На майские праздники я должен был ехать на Мадагаскар и Маврикий, но все сорвалось. А в сентябре воспользовался, так сказать, паузой с коронавирусом и съездил в Кению на фотоохоту. Надеюсь, что смогу продолжить путешествовать, когда карантинный режим ослабнет. Есть точки, интересные места, в которых я еще не был. Обычно это не Европа, а какие-то экзотические направления. Следующий год не только я, но и, наверное, все мы будем встречать с надеждой на то, что «нормальная жизнь» скоро вернется и все будет ХОРОШО.

НА МАССОВУЮ ВАКЦИНАЦИЮ НАСЕЛЕНИЯ УЙДЕТ МНОГО МЕСЯЦЕВ, И ЖИТЬ С РАЗЛИЧНОГО РОДА ОГРАНИЧЕНИЯМИ ПРЕДСТОИТ ЕЩЕ ДОЛГО