Евгений ЛИТВИН,
заместитель генерального директора,
БК «Регион»

На субфедеральном рынке нас ждет стагнация

В конце прошлого — начале этого года не многие эксперты и аналитики предполагали, что 2021-й будет заканчиваться рекордной за последние годы инфляцией и стремительным рывком ключевой ставки. Заместитель генерального директора брокерской компании «Регион» Евгений Литвин в интервью Cbonds Review объясняет, почему ожидания экспертов были слишком оптимистичными, вспоминает свои прогнозы, а также подводит — позитивные и не очень — итоги 2021 года.

— Евгений, вопрос по традиционной сейчас теме — о влиянии пандемии на рынок: оказывает ли она до сих пор давление или отступила на второй план, уступив место инфляции и росту ключевой ставки ЦБ?

— Пандемия и ее последствия остаются ключевыми факторами, оказывающими влияние на рынок. Все остальное — темпы восстановления экономического роста, цены на сырьевые товары, инфляция и связанная с ней политика ЦБ — лишь производные от эффекта, который оказывают на нас всех очередные новости о коронавирусе. Опасность локдаунов как дамоклов меч висит над рынками. Да что там говорить, приходится брать в расчет психологическое состояние людей. Постоянное беспокойство накладывает свой отпечаток на атмосферу на рынке, и это стоит учитывать.

Мы в «Регионе» одними из первых в 2020 году перестроились на новые правила игры, наладили все процессы взаимодействия и постоянно их усовершенствуем. И несмотря на то что мы, как и все остальные, испытываем те же сложности, у нас все благополучно. Важный аспект нашего успеха — слаженная работа дружной и профессиональной команды трейдеров во взаимодействии с sales-подразделением и качественная аналитическая поддержка.

— Как думаете, почему многие эксперты ошиблись с прогнозами по инфляции и ждать ли нам очередного кризиса?

— Люди по природе своей в основном оптимисты, им хочется верить в лучшее. Чисто по-человечески это вполне понятно и объяснимо. Что особенно интересно, это касается и тех, кто прогнозировал низкие уровни инфляции, и тех, кто лично участвовал в разгоне инфляции, повышая собственное потребление. Первые ждали скорого окончания пандемии, быстрого восстановления рынков и экономического роста. Вторые после годичного воздержания стали предъявлять повышенный спрос на товары и услуги. Рынки к такому оказались не готовы, новые волны заболевания и повторяющиеся локдауны разорвали производственные цепочки, и производители во многих случаях не смогли адекватно отреагировать на увеличение спроса. Это только один из проинфляционных факторов, все значительно сложнее. Очень непросто было спрогнозировать сильную инфляцию, в то время как прошлый год мы заканчивали с дефляционными ожиданиями.

Вероятность кризиса существует, она достаточно высока. Многое будет зависеть от того, насколько быстро удастся

организовать регулярное вакцинирование большинства населения и обеспечить коллективный иммунитет. Кроме того, у России остаются ее специфические факторы риска, к которым мы уже привыкли за последние годы, — рост геополитической напряженности и возможность введения новых санкций.

— Если говорить о ваших прогнозах на 2021 год, что подтвердилось, что не угадали?

— Вы знаете, я как-то всегда был человеком невосторженного образа мысли (помните, у Стругацких: пять розог без целования за невосторженный образ мысли…). А с возрастом я все больше становлюсь пессимистом. Кстати сказать, это очень удобная позиция, потому что, если все пойдет по негативному сценарию, всегда можно будет сказать: «Я ведь предупреждал, что это добром не кончится», как любил говорить штурман Басов из мультфильма «Тайна третьей планеты». А если дела пойдут лучше ожиданий, то удовольствие от этого перекроет досаду от неточного прогноза. Так что ничего особо хорошего в конце прошлого года я и не ждал. Я полагал, что история с пандемией скоро не закончится и продолжит оказывать серьезнейшее влияние на рынки. Чего я не мог предположить — так это стремительного и устойчивого роста цен на энергоносители. Brent поднялся уже до $80 за баррель. Эта история оказалась для меня самым сильным удивлением текущего года. Хотя для России это позитивный момент, поскольку укрепившийся курс рубля повысил инвестиционную привлекательность рублевых активов.

Что касается прогнозов по динамике ключевой ставки, то я отчетливо помню, что ожидал окончания цикла мягкой денежно-кредитной политики, роста «ключа», но точных цифр сейчас не вспомню.

Вообще, 2021 год по итогам 10 месяцев стал успешным по количеству эмитентов, вышедших на рынок с облигациями. Их было очень много. При этом я не припоминаю другого такого года, чтобы на публичный рынок выходило так много новых имен. И все нашли своих инвесторов.

— Каков ваш нынешний прогноз по ключевой ставке?

— Если вернуться к вопросу про повышение ключевой ставки как главный способ борьбы с инфляцией в России, то здесь все не выглядит однозначным. Инфляция в этом году стала глобальной тенденцией, и вопрос, как к ней относиться, сейчас решают регуляторы и в Евросоюзе, и в США. Но при этом очень важной становится расстановка приоритетов, поскольку на одной чаше весов находится борьба с инфляцией, а на другой — поддержание экономического роста. И в частности, в ФРС США для себя, судя по всему, сделали вывод, что экономический рост для них не менее важен, чем низкие уровни инфляции. Поэтому начало сворачивания программы количественного смягчения экономики в США носит достаточно плавный характер. Начало повышательного цикла ставки ФРС, судя по всему, откладывается на следующий год.

В то же время российские власти сделали выбор в пользу более решительных действий по борьбе с инфляцией, которая была объявлена главным врагом благосостояния граждан. Центробанк ринулся в бой, ключевая ставка повышается стахановскими темпами, а жесткая риторика не оставляет места для сомнений, что и в ближайшем будущем смягчения монетарной политики ждать не следует. По крайней мере, пока инфляция не вернется к 4–4.5% за год. К сожалению, по мнению ведущих макроэкономистов, влияние повышения ставок на инфляцию происходит с временным лагом порядка трех кварталов, поэтому еще год-полтора нам придется жить в условиях жесткой ДКП и высоких ставок. Праздновать успех в борьбе с инфляцией мы будем еще не скоро, а вот рынки на такую политику отреагировали сразу — повышенной волатильностью и увеличением доходностей, даже с инверсией на длинном конце кривой. Рискну предположить, что в декабре нас ждет еще одно резкое повышение ключевой ставки до 8.25%, и весь 2022 год она будет держаться на уровне выше верхней границы нейтрального диапазона — 8.25–9%. Стабилизация ситуации и постепенное снижение ставки может начаться не ранее II квартала 2023 года.

— Как ситуация с пандемией отразилась на работе вашей компании?

— Главное изменение, произошедшее еще в 2020 году, — переход на дистанционный формат работы. В этом году он чередовался с работой в офисе. Однако философия, которую исповедует в работе группа компаний «Регион», — бизнес с человеческим лицом — подразумевает личное общение с клиентами и партнерами. Таких встреч очень не хватало, ведь никакой Zoom и телефонные переговоры их в полной мере не заменят. Харизма не так сильно проявляется во время дистанционных встреч: все становится сухо и технологично. Так что нам, возможно, пришлось вносить больше корректив в работу, чем, скажем так, благородным донам из соседних инвестиционных домов, у которых организация сделок — более потоковый и технологический процесс.

Праздновать успех в борьбе с инфляцией мы будем еще не скоро, а вот рынки на такую политику отреагировали сразу — повышенной волатильностью и увеличением доходностей

Без преувеличения скажу, что мы с честью справились со всеми вызовами. Результат, как говорится, налицо — в этом году в рэнкингах мы занимаем первые места. А в рэнкингах, которые считаются на рынке наиболее объективными — без учета собственных выпусков и среди рыночных выпусков, — мы стабильно лидируем и занимаем первое место. Значит, наша работа остается эффективной, несмотря на все сложности.

При этом очень велика доля повторного сотрудничества, что показывает уровень доверия и удовлетворенности нашей работой у клиентов — самый очевидный показатель эффективности нашей команды.

— Какие сделки с участием «Региона», прошедшие в этом году, вы можете выделить?

— Всегда интересно работать с новыми направлениями и инструментами. В этом году заиграла всеми красками тема ESG-финансирования, которая пришла к нам с Запада и многими пока воспринимается больше как модное поветрие, но я убежден, что пришла она всерьез и надолго. Для нас большая честь, что нам удалось принять участие в размещениях «зеленых» облигаций города Москвы в качестве одного из организаторов. Также «Регион» выступил организатором «зеленых» облигаций группы «Синара». Я бы выделил эти проекты.

Если говорить о других знаковых для нас сделках, то мы продолжили сотрудничество с эмитентами первого эшелона, которые выпускают бессрочные облигации. Это очень интересный инструмент, который позволяет привлекать финансирование, не увеличивая при этом долг. В этом году мы участвовали в двух проектах такого рода — двух выпусках «Газпром Капитала».

— Евгений, на рынке вас знают как эксперта по муниципальным и субфедеральным облигациям. Как вы можете оценить этот сегмент рынка на данный момент?

— Большую и, даже не побоюсь этой громкой фразы, лучшую часть своей жизни я посвятил развитию именно этого сегмента долгового рынка. Сейчас, к большому моему огорчению, я вынужден констатировать, что рынок сворачивается, и перспектив роста я не вижу. 2021 год стал очень показательным: сделки на рынке можно пересчитать по пальцам одной руки: в апреле — доразмещение Томской области, в мае — Якутия, в апреле — июне — Москва, в июле — Башкортостан. Возвращение на долговой рынок после длительного перерыва Москвы, безусловно, стало событием года, тем более что это первый среди субъектов опыт привлечения «зеленого» финансирования. Однако этим, судя по всему, все достижения рынка в 2021 году и ограничатся. Если мы и увидим до конца года какие-то имена эмитентов, то одно-два, вряд ли больше. Хотя ничто не предвещало — в конце прошлого года, если я правильно помню, 29 региональных эмитентов запланировали в утвержденных бюджетах выход на публичный долговой рынок в 2021 году, а общие объемы заимствований позволяли нам рассчитывать на рекордный год. Все пошло не так, и в этом есть как объективные, так и субъективные причины.

Из объективных я бы назвал относительно быстрое восстановление экономики после пандемии. Соответственно, бюджеты, которые были сформированы исходя из пессимистичных ожиданий, в течение 2021 года стали исполняться гораздо более динамично, появились дополнительные доходы, и потребность в новых заимствованиях у многих регионов отпала.

Субъективные — пролонгация старых бюджетных кредитов и выдача новых из федерального бюджета, а также целевое финансирование на замещение рыночного долга.

Не могу не отметить старые проблемы, присущие этому рынку.

Упрощение процедуры регистрации выпусков, о которой мы говорим лет 10–15, могло бы оказать существенную поддержку потенциальным эмитентам. Была надежда на систему «Светофор». Она должна поделить регионы на три группы: зеленые, желтые и красные, в зависимости от долговой устойчивости. При этом предполагалось, что субъекты, относящиеся к зеленому уровню, будут освобождены от необходимости регистрации условий эмиссии. Однако, судя по информации, озвученной на сентябрьском Финансовом форуме, Минфин пока не принял окончательного решения о внедрении этой системы. Значит, и процедура регистрации заимствований останется в прежнем виде.

Другая причина — сложности с использованием средств, полученных на сокращение доли рыночного финансирования в общем объеме долга, на досрочное погашение облигаций. С банковскими кредитами эту процедуру проделывать значительно проще.

Кроме того, существенное влияние на объемы новых заимствований оказывают дополнительные по сравнению с установленными Бюджетным кодексом ограничения размера долга, установленные в качестве условий в соглашениях с Минфином о предоставлении новых бюджетных кредитов и пролонгации старых.

Все эти факторы в комплексе не способствуют увеличению объемов субфедеральных, муниципальных заимствований и появлению новых эмитентов. Скорее всего, в ближайшие годы нас ждет стагнация в этом секторе, на размещения будут выходить только действующие эмитенты, которым необходимо будет рефинансировать крупные амортизационные выплаты или погашения по предыдущим займам.

— И последний вопрос: как пандемия повлияла на ваш личный образ жизни, на ваши привычки и увлечения?

— Вот вы в предыдущем вопросе отметили, что на рынке меня знают как эксперта по региональным заимствованиям. А между тем многие знают меня как увлеченного коллекционера классических и ретроавтомобилей, как музыканта и ценителя российской поэзии. Пандемия, конечно же, заставила меня коренным образом изменить привычный кочевой образ жизни, сделав его более оседлым. Однако я стараюсь находить в этом и какие-то преимущества.

К примеру, свой автопарк, который находится в Петербурге и Москве, я стал использовать гораздо более регулярно. Погода этим летом выдалась замечательная, а ведь для старинных авто погодные условия — очень важный фактор эксплуатации. Даже не припомню, когда еще я мог получить такое удовольствие от простой поездки в магазин за продуктами за рулем БМВ 1939 года или Мерседеса 1977 года.

Однако поездок по старой доброй Европе очень сильно не хватает. Германия, Италия, Швейцария, Австрия, Португалия — мои любимые страны, которые особенно хорошо воспринимаются, если путешествуешь за рулем классического автомобиля.

Очень надеюсь, что скоро границы наконец откроются, мир вновь станет глобальным, пусть и с какими-то ограничениями, и все мы будем вспоминать последние два года как какой-то научно-фантастический роман, но непременно с хорошим концом!