Анна ПОЛИЕНКО,
аналитик дирекции операций на финансовых рынках, банк «Санкт-Петербург»

Дмитрий ШАГАРДИН,
начальник аналитического управления, банк «Санкт-Петербург»

С нерезидентов спрос

Корректировка курса денежно-кредитной политики ЦБ, а также апрельские санкции США привели к существенному оттоку капитала нерезидентов из суверенного долга РФ. За второй квартал иностранные инвесторы вывели рекордные 369 млрд руб. (около $5.9 млрд) из облигаций федерального займа (ОФЗ), а доходности «длинных» бумаг выросли на 60–80 б.п. На фоне нового витка санкционной угрозы отток капитала иностранцев может усилиться. На сколько снизится доля нерезидентов в ОФЗ, как это повлияет на доходности гособлигаций и сколько еще будут продолжаться распродажи на рынке российского госдолга?

НЕМНОГО ИСТОРИИ

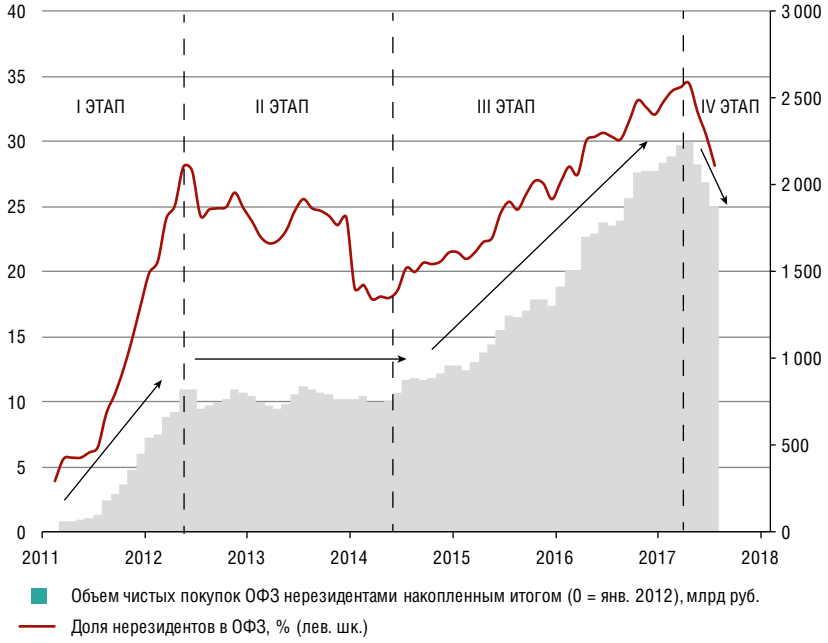
До середины 2012 года обращающиеся на внутреннем рынке ОФЗ практически полностью выкупались российскими инвесторами, тогда как нерезиденты предпочитали государственные еврооблигации. В начале 2012 года номинальный объем ОФЗ, принадлежащий иностранным инвесторам, составлял лишь 3.7% (или 107 млрд руб.) от совокупного объема рынка ОФЗ, который на тот момент оценивался в 2903 млрд руб. (см. Рисунок 1). Тем временем доля госдолга, принадлежащая нерезидентам на других развивающихся рынках, например в Бразилии, превышала 11% за счет более высоких реальных процентных ставок и ожидаемых реальных доходностей, а также доступности рынка суверенных облигаций. Историю взаимоотношений рынка ОФЗ и нерезидентов после 2012 года условно можно разделить на четыре этапа.

2012–2013. ДВЕРИ ОТКРЫВАЮТСЯ: EUROCLEAR И CLEARSTREAM

Реализованные Россией в 2012 году инициативы по либерализации рынка суверенных ценных бумаг в числе прочего включали допуск иностранных инвесторов к суверенным облигациям РФ через европейские депозитарно-клиринговые центры Euroclear и Clearstream и упрощение процесса выпуска биржевых облигаций. Институциональные изменения способствовали практически полному устранению так называемой инфраструктурной премии — спред доходностей ОФЗ и еврооблигаций в рублях сократился — ранее доходности ОФЗ были выше более чем на 100 б.п. (см. Рисунок 2). Доступность облигаций федерального займа обеспечила приток иностранных инвесторов на российский рынок госдолга и благоприятствовала его росту. К ноябрю

КРИЗИСНЫЙ 2014 ГОД ПО СУТИ НЕ ПРИВЕЛ К МАСШТАБНОМУ ВЫХОДУ НЕРЕЗИДЕНТОВ ИЗ СУВЕРЕННОГО ГОСДОЛГА РФ

2013 года нерезиденты увеличили вложения в российский госдолг уже в 9 раз — до 933 млрд руб., их доля составила 26%, притом что рынок российского суверенного долга расширился до 3571 млрд руб.



Источник: Bloomberg; собственные расчеты

Рисунок 1
Объем нерезидентов в ОФЗ

2013–2015. КРЫМ, САНКЦИИ, ОБВАЛ НЕФТИ

Снижение привлекательности операций carry trade в рублевых активах и геополитический кризис начала 2014 года замедлили приток иностранных инвестиций в ОФЗ. Обвал цен на нефть вкупе с введением санкций против крупнейших российских компаний во второй половине 2014 года привели к серьезным проблемам с обслуживанием внешнего корпоративного долга, оттоку капитала, резкому падению курса рубля и росту инфляции, на что Банк России ответил беспрецедентным повышением ставки до 17% и рядом других мер (валютное РЕПО и т. п.). Кривая доходностей приняла инвертированный характер.

Объем чистых покупок ОФЗ нерезидентами за период с середины 2013-го по середину 2015 года составил +51 млрд руб. При этом их доля снизилась с 24% в июне 2013 года до 20% в июне 2015 года — за указанный период рынок рублевого госдолга вырос на 500 млрд руб. (за вычетом 1 трлн руб., направленного на докапитализацию банковской системы в кризисном 2014 году). Таким образом, кризисный во всех отношениях 2014 год по сути не привел к масштабному выходу нерезидентов из суверенного госдолга РФ.

2015–2017. РУБЛЕВЫЙ CARRY В МОДЕ!

Результативность действий Банка России в ответ на кризис 2014 года, успешная бюджетная консолидация Минфина, сильные макропоказатели РФ, повышение цен на нефть, общая тенденция снижения процентных ставок на развивающихся рынках на фоне замедляющейся инфляции — все это поспособствовало восстановлению интереса нерезидентов к российским суверенным облигациям. В 2015–2017 годах Банк России проводил умеренно жесткую денежно-кредитную политику, поддерживая высокий уровень реальных ставок. В условиях высоких номинальных ставок, снижения инфляции и инфляционных ожиданий реальные доходности рублевых активов долгое время оставались одними из самых высоких

Рисунок 2
Доходности по российскому бенчмарку, %

Источник: Bloomberg; собственные расчеты

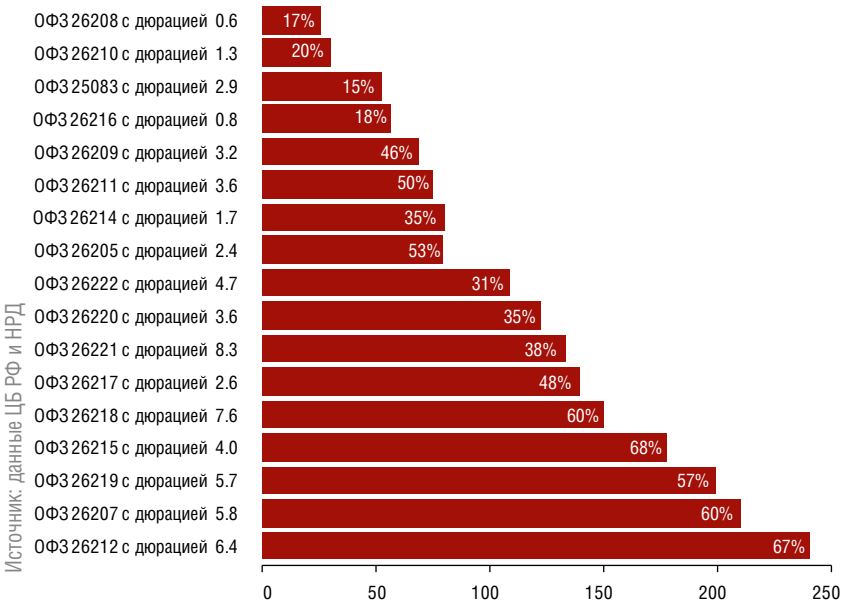
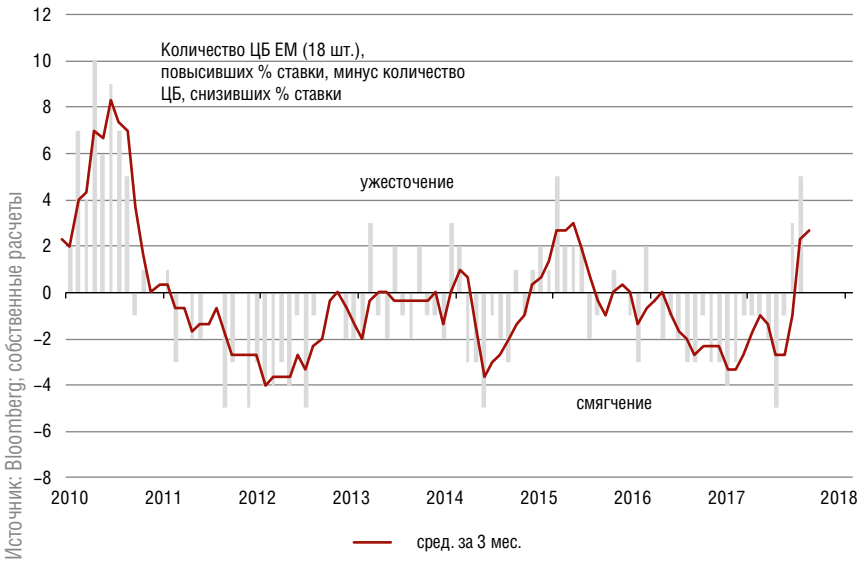


Рисунок 3
Нерезиденты в отдельных выпусках ОФЗ, млрд руб.

среди emerging markets (в определенные моменты достигали 5.5%). На этом фоне темпы роста номинальных объемов ОФЗ, приобретаемых иностранными участниками рынка, значительно превышали темпы роста совокупного объема рынка ОФЗ даже на фоне обострившейся геополитики, санкций и «мусорного» рейтинга РФ. К концу 2016 года доля нерезидентов в ОФЗ составляла уже 25.6% (1408 млрд руб.) от общего объема рынка в 5492 млрд руб. Итого, с середины 2015 года до марта 2018 года нерезиденты увеличили вложения в ОФЗ примерно на $20 млрд (1.37 трлн руб.). Локальному долговому рынку также помог структурный профицит рублевой ликвидности, в котором банковская система находится с 2017 года.

Рисунок 4
Количество изменений ставок центробанками EM, шт.



ЗА ВТОРОЙ КВАРТАЛ 2018 ГОДА НЕРЕЗИДЕНТЫ СНИЗИЛИ ВЛОЖЕНИЯ В ОФЗ НА 369 МЛРД РУБ. — ЭТО МАКСИМУМ ЗА ВСЮ ИСТОРИЮ НАБЛЮДЕНИЙ

АПРЕЛЬ 2018. САНКЦИИ, НДС И РАСПРОДАЖИ В EM

До апреля 2018 года Россия оставалась одной из немногих развивающихся стран с потенциалом для снижения процентной ставки в условиях сохраняющейся низкой инфляции. Однако санкции, введенные Штатами в апреле 2018 года, сильно увеличили премию за риск и привели к оттоку нерезидентов из суверенного долга РФ. За второй квартал 2018 года нерезиденты снизили вложения на 19% (или на 369 млрд руб.) — максимально за всю историю наблюдений. Основные продажи пришлись на бумаги с дюрацией 5–8 лет. В условиях профицита рублевой ликвидности в системе спрос на российский госдолг абсорбировали локальные игроки. Согласно июньским данным ЦБ, существенная доля нерезидентов сосредоточена в среднем и дальнем конце кривой (с дюрацией 4–8 лет; см. Рисунок 3) ввиду высокой доходности при соразмерном уровне риска.

Кроме того, решение Правительства РФ о повышении ставки НДС до 20% с 2019 года привело к пересмотру оценки инфляции на следующий год (+1-1.5 п.п. до 4.5%). Тема с повышением налога на добавленную стоимость стала одной из центральных в комментарии к решению по ставке по итогам опорного июньского заседания Банка России. Регулятор ожидает в 2019 году инфляцию на уровне 4–4.5% (выше инфляционного таргета), и с этим мнением согласны большинство профессиональных экономистов и аналитиков.

Общий негативный сантимент в отношении emerging markets (кризис в Аргентине и Турции), усилившийся во втором квартале 2018 года, также не обошел рублевые активы стороной. Продолжающийся рост долларовых ставок на фоне

ужесточения политики ФРС США ударил по наиболее уязвимым странам EM, находящимся в состоянии двойного дефицита (по текущему счету платежного баланса и бюджету), с высоким уровнем внешнего долга и высокой зависимостью от потоков капитала нерезидентов. В результате отток капитала, девальвация валют и угроза ускорения инфляции заставили ряд центробанков EM завершить цикл смягчения монетарной политики и перейти в режим ее ужесточения (см. Рисунок 4).

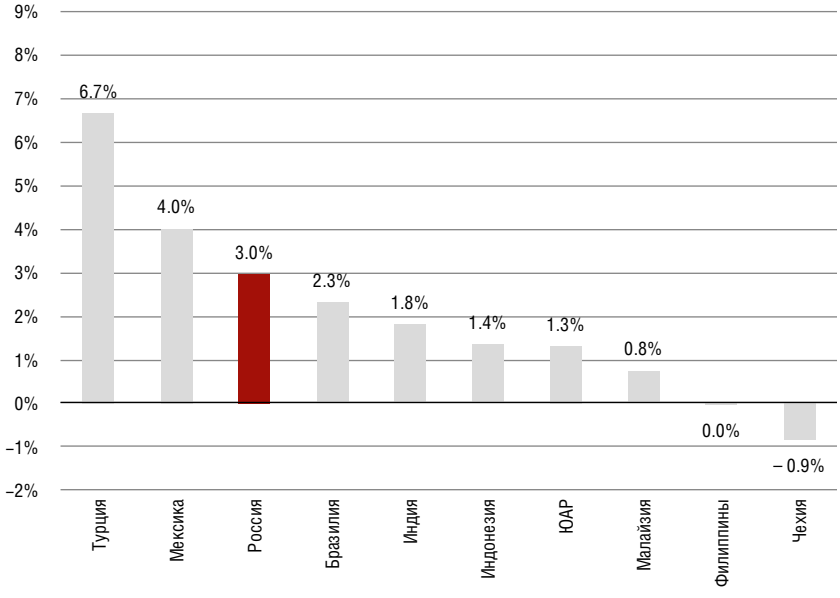
Совокупность этих факторов сказалась на ожиданиях рынка в отношении динамики ключевой ставки Банка России. И если до апрельских событий рынок прогнозировал снижение ставки до 6.5% к концу 2018 года, то сейчас он не закладывает ни одного понижения до 2019 года (значит, ставка сохранится на уровне 7.25%). Переход к нейтральной денежно-кредитной политике возможен в 2019 году (диапазон нейтральной ставки составляет 6–7% — мы сейчас очень близки к верхней границе этого диапазона). На фоне ожидаемого ускорения инфляции и повышения ставок на других развивающихся рынках Россия уже не так привлекательна по уровням реальных процентных ставок (см. Рисунок 5).

С появлением очередной санкционной угрозы со стороны США (американские сенаторы представили новые «сокрушительные» санкции против РФ, ожидаются санкции по «делу Скрипалей») доходности ОФЗ растут. Даже при ускорении роста цен на конец 2019 года до 4.5–5% реальные ожидаемые доходности ОФЗ составляют 2.5–3.5%. Усиление санкций США, в особенности в отношении российского госдолга (может быть введено ограничение на покупку новых выпусков), вероятно, усилит отток нерезидентов из длинного конца ОФЗ. Однако едва ли это приведет к значительной корректировке доходностей. Если санкции на суверенный долг все-таки последуют, то коснутся только новых выпусков ОФЗ, что не станет поводом для масштабного выхода иностранных инвесторов из уже обращающихся бумаг. Кроме того, в условиях сохраняющегося профицита рублевой ликвидности и роста доходностей ОФЗ на среднем и дальнем конце выше уровня ставок денежного рынка (положительный carry впервые за долгое время) спрос на высвободившиеся выпуски предъявят локальные игроки.

Это подтверждается и данными ЦБ. Во втором квартале 2018 года 15 крупнейших пенсионных фондов увеличили вложения в ОФЗ на 250 млрд руб. Сейчас в некоторых фондах доля облигаций федерального займа составляет около 40% всех активов в сравнении с 5–15% ранее. По данным регулятора, главными покупателями российского государственного долга на вторичном рынке в апреле, мае и июне были локальные игроки, преимущественно системно значимые банки. Локальные банки, НПФ и страховые компании, по оценкам Банка России, обладают высоким потенциалом для наращивания позиций в ОФЗ – порядка 600 млрд руб. в год.

Судя по утвержденному Минфином плану заимствований на 2019 год, потенциал крупных локальных игроков в части успешного абсорбирования новых выпусков не вызывает сомнений. Финансирование государственных расходов будет осуществляться именно за счет увеличения долговых обязательств, а не использования Фонда национального благосостояния или изменения бюджетного правила: план заимствований на 2019 год был повышен до 1.475 трлн руб.

В текущих условиях денежно-кредитной политики Банка России и бюджетной политики Минфина, главным фактором для доходностей ОФЗ помимо санкционных рисков является глобальный интерес инвесторов к активам EM. Ужесточение политики ФРС США — вот ключевой фактор, который в долгосрочной перспективе определяет динамику доходностей. Влияние санкций — наша локальная история. В условиях денежно-кредитной политики, близкой к нейтральной, и растущих инфляционных рисков доходности российских бумаг постепенно теряют привлекательность на фоне долга других развивающихся стран.



Источник: Bloomberg; собственные расчеты

Рисунок 5
Реальные процентные ставки EM

В ТЕКУЩИХ УСЛОВИЯХ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ЦБ И БЮДЖЕТНОЙ ПОЛИТИКИ МИНФИНА, ГЛАВНЫМ ФАКТОРОМ ДЛЯ ДОХОДНОСТЕЙ ОФЗ ПОМИМО САНКЦИОННЫХ РИСКОВ ЯВЛЯЕТСЯ ГЛОБАЛЬНЫЙ ИНТЕРЕС ИНВЕСТОРОВ К АКТИВАМ EM