Дмитрий ДУДКИН,
руководитель дирекции
анализа долговых рынков,
«УРАЛСИБ Кэпитал»

ОФЗ: от любви до ненависти?

Из-за санкций, введенных США и ЕС, необходимость гасить внешний долг при отсутствии доступа к международным заимствованиям существенно увеличит отток капитала из России в 2014–2015 годах, что обещает стране еще большее ослабление рубля и, соответственно, более высокую инфляцию. Торговое эмбарго, введенное Россией в качестве ответа на санкции, усилит давление на цены продуктов питания. Таким образом, промежуточным итогом украинского кризиса является снижение инвестиционной привлекательности длинных ОФЗ, обещавших стать во второй половине 2014 года одним из самых перспективных классов рублевых активов.

Ответ ЦБ в виде роста ключевой ставки на 2.5% и объявленной недавно либерализации валютного ценообразования выглядит шагом в правильном направлении, однако в сегодняшних политических условиях задача таргетирования инфляции монетарными методами становится все более сложной.

ЧТО С РУБЛЕМ?

За восемь месяцев 2014 года курс рубля снизился на 9.5%, а рост потребительских цен ускорился за тот же период с 6.5% до 7.5% год к году. Формально эта статистика отвечает известной формуле «1% инфляции на 10% удешевления рубля», однако на практике темп роста цен остается высоким на фоне объявленной правительством заморозки регулируемых тарифов. Руководствуясь опытом 2012 года, когда вследствие переноса даты повышения тарифов на середину года инфляция достигла в мае отметки 3.6% год к году, мы считали вполне обоснованным прогноз, что в 2014 году на фоне отмены индексации регулируемых тарифов для предприятий рост цен в РФ замедлится до 5–5.5%. В реальности в июне инфляция почти достигла уровня 8%, на конец года, по оценкам ЦБ, она должна составить 6–6.5%, а учитывая введенное в августе эмбарго на импорт, к этим оценкам вполне может добавиться еще пара процентных пунктов. Таким образом, последствия украинского кризиса и связанный с ними риск падения курса рубля оказали сильное влияние на инфляцию, которая теперь движется по более высокой траектории, чем предполагалось ранее. Надежды на то, что 2014 год станет решающим в борьбе с высокой инфляцией в России, не оправдались.

СВОБОДНОЕ ПЛАВАНИЕ

Наш макропрогноз предполагал отток капитала из России в размере $120 млрд в 2014 году и $70 млрд в 2015 году. В эту картину сейчас активно вносят изменения секторальные санкции, введенные Западом в отношении ключевых заемщиков РФ. Помимо своего непосредственного эффекта, то есть

ограничения доступа к рынку капитала для компаний и банков, попавших под санкции, принятые меры грозят закрыть или сильно осложнить доступ к западным деньгам для всех российских заемщиков. Во втором полугодии текущего года объем погашения внешнего долга частным сектором составляет $84 млрд, еще $86 млрд предстоит погасить в 2015 году. Таким образом, в худшем варианте отток капитала из России уже в текущем году может сильно превысить $150 млрд. Борясь с этим явлением, ЦБ в три приема (март, апрель и июль) поднял ключевую ставку с 5.5% до 8% и тем самым дал понять, что долгосрочная цель снижения инфляции остается для него приоритетом, несмотря на существенное замедление экономического роста, ставшее очевидным уже в первой половине 2014 года. Помимо этого, в августе регулятор резко изменил параметры своей валютной политики, расширив коридор бивалютной корзины с 7 до 9 руб., убрав все промежуточные уровни для интервенций и сократив до $350 млн объем интервенций, необходимый для смещения валютного коридора на 5 копеек в сторону рыночного давления. Сейчас коридор корзины составляет 35.4–44.4 руб., ЦБ отсутствует на валютном рынке с 23 июня, рубль получил беспрецедентную свободу для движения.

НОВЫЙ КУРС ЦБ

Свободу рубля можно было бы приветствовать, если бы не сомнения в том, что ЦБ будет в состоянии таргетировать уровень цен. С одной стороны, в монетарной политике в последнее время достигнут определенный прогресс: темп роста денежного агрегата М2 упал в июне до 6.7% — рекордно низкого уровня в истории, если не считать кризисов 1998 и 2008 годов. С другой стороны, инфляция пока далека от целей ЦБ, и, более того, долгосрочный тренд к снижению темпа роста цен, наблюдавшийся с некоторыми перерывами последние 15 лет, сейчас под вопросом. В динамике курса рубля в последние годы отмечалась некоторая однобокость: регулятор был готов дать возможность рублю сильно упасть, когда внешняя конъюнктура ухудшалась, в то же время укрепление национальной валюты рассматривалось как нежелательное явление. Августовские действия ЦБ вроде бы ликвидируют эту однобокость, однако эта либерализация проходит на негативных ожиданиях дальнейшей динамики курса рубля. Закрадываются подозрения, что своей новой курсовой политикой Банк России просто хочет дать понять рынку, что не позволит выудить у него резервы в ситуации, когда российским заемщикам предстоит гасить большие объемы внешнего долга в условиях невозможности привлечь новые займы. Действительной проверкой крепости намерений ЦБ таргетировать инфляцию, а не курс стала бы ситуация устойчивого укрепления рубля: было бы интересно посмотреть, сможет ли Банк России (а главное, правительство) вытерпеть падение курса корзины до 35.4 руб. без вмешательства в рынок. К сожалению, такой сценарий представляется сейчас маловероятным.

РЫНОК ОФЗ СМОТРИТ НА ИНФЛЯЦИЮ

В настоящий момент ситуация выглядит так, как будто участники рынка верят в способность ЦБ сдержать рост цен в среднесрочной перспективе. Наклон кривой ОФЗ в терминах спреда между 2- и 10-летней бумагами снижался в этом году по мере повышения ключевой ставки и в итоге упал практически до нуля. Более того, в отдельные моменты наблюдалась даже некоторая инверсия кривой, то есть доходность самых длинных бумаг была несколько ниже, чем у 3–5-летних. С другой стороны, такая ситуация может объясняться сегментацией владельцев госбумаг. В настоящий момент доли основных держателей ОФЗ распределены следующим образом: 50% — банки, 25% — пенсионные фонды, порядка 25% — иностранцы. Соответственно, доля банков состоит из 35% бумаг, заложенных в РЕПО, и 15%, находящихся в свободном владении. Таким образом, задача половины владельцев ОФЗ — получить как можно больший спред над ставкой РЕПО, по возможности меньше подвергаясь рыночному риску. В задачу пенсионных фондов (четверть держателей) входит долгосрочное сохранение капитала, то есть получение положительного спреда между доходностью длинных ОФЗ и инфляцией. Остальные держатели (иностранцы) занимаются кэрри-трейдом, пытаясь получить на рынке существенную доходность в своей базовой валюте. Для таких инвесторов важен спред между доходностью ОФЗ и доходностью российских суверенных евробондов, а также перспективы курса рубля.

ПОВЕДЕНИЕ НЕРЕЗИДЕНТОВ

Интересно, что доля иностранцев в сегменте ОФЗ была в последнее время очень стабильной, несмотря на риски, связанные с украинским кризисом. На пике в 2013 году эта доля достигала 30%, однако с тех пор снизилась всего на 5 п.п. Скорее всего, эта доля будет сохраняться до тех пор, пока российские бумаги будут частью распространенных индексов, таких как GBI от J.P. Morgan. Крупные фонды довольствуются тем, что держат свою долю в ОФЗ ниже рыночной, генерируя таким образом по мере падения рублевых бумаг заметную «альфу». Наиболее вероятно, что валютный риск этих вложений не хеджируется, поскольку при высокой стоимости хеджа (она сильно увеличилась в 2011 году) доходность ОФЗ в захеджированном виде проигрывает натуральным долларовым евробондам РФ. Соответственно, и активных покупок от иностранных фондов на рынке ОФЗ ожидать в ближайшее время не стоит: ошибка с повышением веса российских активов до рыночного — или тем более выше рынка — может дорого стоить осторожным западным управляющим, если надежды на разрешение украинского кризиса не оправдаются. Таким образом, держатели самых длинных ОФЗ вели себя консервативно, то есть не увеличивали покупки бумаг по мере роста ключевой ставки, но и не продавали свои бумаги. При этом российские банки после каждого ужесточения денежной политики были готовы покупать новые ОФЗ только при сохранении положительного спреда к новому уровню ключевой ставки, что и вызвало упомянутую выше инверсию (доходность коротких бумаг выше доходности длинных).

ВЫСОКАЯ ПЛАТА ЗА РИСК

За восемь месяцев текущего года Минфин продал на рынке всего 132 млрд руб. новых ОФЗ против 474 млрд руб. за тот же период прошлого года. По словам заместителя министра финансов Сергея Сторчака, причина этого — нежелание министерства платить слишком большую премию за политический риск.

Действительно, пытаться размещать сейчас длинные бумаги с доходностью чуть менее 10% годовых означает фиксировать большой купон на долгий срок, а продавать короткие бумаги не имеет особого смысла, поскольку их скоро придется гасить. Тем более что ведомство пока вполне может позволить себе отсутствие на рынке. В течение 2014 года потребность Минфина в рефинансировании долга составляет 325 млрд руб., накопленный по итогам июля профицит бюджета составил 675 млрд руб. против 236 млрд руб. в том же месяце годом ранее. Дополнительные доходы были получены вследствие удешевления рубля на фоне устойчивой цены на нефть; объем дополнительных поступлений превысил выпадение налоговых доходов из-за неожиданно низкого темпа экономического роста в нынешнем году. По итогам года Минфин рассчитывает перечислить в Резервный фонд 100–200 млрд руб., и профицит бюджета к концу года обещает составить приблизительно 300 млрд руб. С другой стороны, особенно большой свободы для маневра у Минфина нет: уже в 2015 году ведомству нужно будет погасить 523 млрд руб. долга, то есть даже при сбалансированном бюджете правительству потребуется доступ к рыночным заимствованиям.

ЕСЛИ БЫ ДА КАБЫ

Дальнейшее развитие событий остается в полной зависимости от украинского кризиса. Российские торговые контрсанкции, очевидно, приведут в ближайшие месяцы к заметному росту цен на продовольствие, поэтому инфляцию к концу года вполне можно будет ожидать в диапазоне 7–8%, а возможно, и выше. В дополнение к этому правительство обсуждает возможность введения с 2015 года налога с продаж как источника пополнения бюджетов регионов, и если такая возможность появится, то ею, скорее всего, воспользуется большинство региональных правительств, что прибавит к темпу роста цен еще до 2 п.п. Таким образом, появляется вероятность того, что в первой половине 2015 года инфляция в России может перевалить за отметку 10% год к году. В такой ситуации ЦБ не останется ничего, кроме как продолжить подъем учетной ставки, хотя, принимая во внимание немонетарный характер причин дополнительной инфляции, возможный подъем ставки не будет пропорционален росту цен. С другой стороны, если исходить из перспектив деэскалации украинского конфликта в ближайшие месяцы, можно представить вполне положительный сценарий для российской экономики, который будет характеризоваться сокращением оттока капитала, укреплением рубля и постепенной нормализацией денежной политики, то есть снижением ставки. Кардинальная разница в возможных сценариях характеризует степень неопределенности, привнесенную украинским кризисом в экономическую жизнь РФ.

ЧТО ДЕЛАТЬ ИНВЕСТОРАМ?

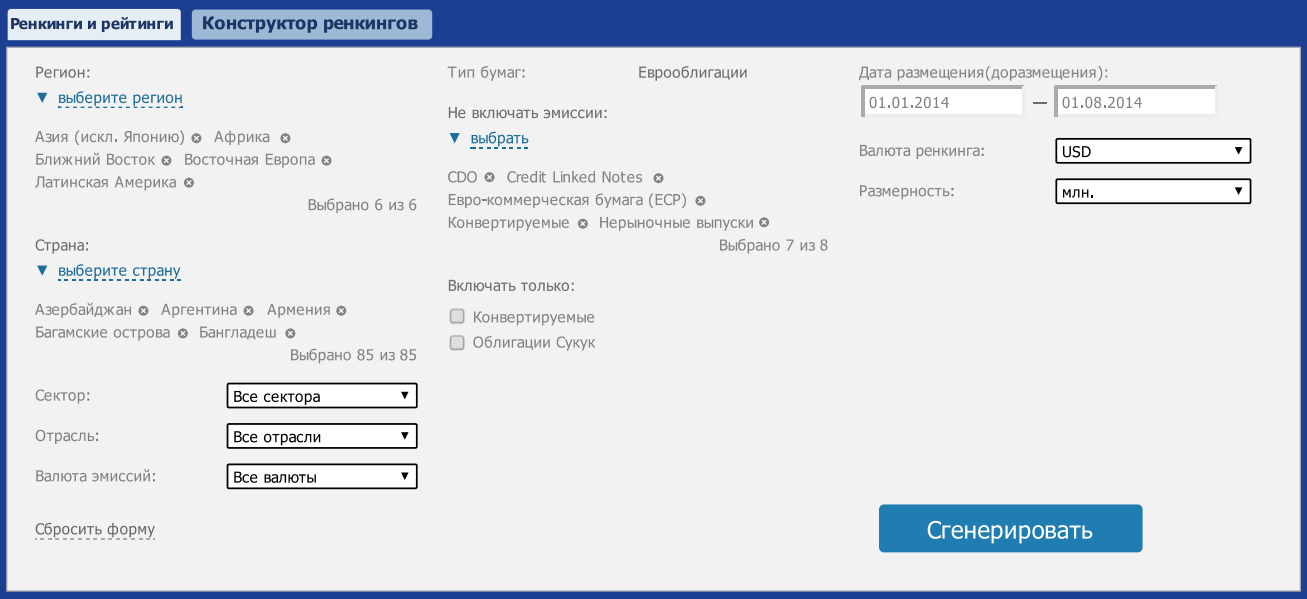
В первую очередь адекватно оценивать риски. Бюджетная ситуация в России пока не вызывает серьезных опасений, меры ЦБ по борьбе с инфляцией обещают более «рыночное», то есть фундаментально обоснованное, ценообразование на валютном рынке. Это, в свою очередь, допускает большую краткосрочную волатильность рубля, однако снижает предсказуемость курса и таким образом делает его более устойчивым, что очень важно для длинных ОФЗ. В ближайшие месяцы не исключен дальнейший рост ключевой ставки, однако активная распродажа иностранцами бумаг на длинном конце кривой станет реальностью только в случае исключения ОФЗ из международных облигационных индексов, для чего сейчас нет особых оснований. Поскольку кривая доходности фактически плоская, инвесторам, ориентированным на получение спреда над ставкой РЕПО, нет смысла покупать длинные бумаги — дюрацию приобретаемых ОФЗ можно ограничить четырьмя годами без потери в спреде по сравнению с более длинными выпусками. В то же время для долгосрочных инвесторов текущее положение длинного конца кривой более привлекательно, чем, например, в начале года: средняя доходность в сегменте ОФЗ выросла в 2014 году на 2 п.п.

В целом мы убеждены, что будущее российской экономики связано с более низким уровнем инфляции и, соответственно, доходностей. Лаг, вызванный украинским кризисом, может составить до 12 месяцев, то есть при умеренно негативном сценарии (продолжение действия секторальных санкций, введение налога с продаж) ожидать разворота инфляционного тренда в сторону понижения можно будет во второй половине следующего года. Что же касается дохода держателей ОФЗ в этом году, то ситуация не так печальна: за 2014 год сегмент ОФЗ принес держателям убыток размером 1.2%, однако при сохранении ключевой ставки на сегодняшнем уровне он должен превратиться в небольшую прибыль по итогам года (за счет накопления купонного дохода), что не так уж плохо, учитывая объем негатива, пережитого рынком в последнее время.

СРЕДНЯЯ ДОХОДНОСТЬ В СЕГМЕНТЕ ОФЗ ВЫРОСЛА В 2014 ГОДУ НА 190 Б.П.

КОНСТРУКТОР РЕНКИНГОВ CBONDS

Сервис позволяет построить ренкинг за любой период времени:



ИНФОРМАЦИОННОЕ CBONDS АГЕНТСТВО

world@cbonds.info
Тел: +7(812) 336-97-21
http://em.cbonds.info/rankings/generator

УЗНАЙТЕ ТОП ОРГАНИЗАТОРОВ ОБЛИГАЦИЙ И ЕВРООБЛИГАЦИЙ на сайте http://em.cbonds.info