Евгений ДОРОФЕЕВ,
аналитик, «ВТБ Капитал»

Максим КОРОВИН,
старший стратег по рынку
с фиксированной доходностью,
«ВТБ Капитал»

Нерезиденты в ОФЗ: влияние процентных ставок и индексных стратегий

В 2017 году Министерство финансов РФ полностью выполнило план заимствований на внутреннем долговом рынке, заняв в общей сложности почти 1.7 трлн руб. (или 1.1 трлн руб. с учетом погашений). По сравнению с предыдущим годом объем размещения ОФЗ почти удвоился, достигнув рекордных значений. При этом аукционы практически всегда сопровождались превышением спроса над предложением — в среднем в 2017 году объем заявок был в 2.5 раза выше объема предложения на аукционе. В немалой степени такая хорошая динамика первичного рынка была обусловлена высоким интересом к российскому долгу со стороны нерезидентов. По нашим оценкам, рост вложений иностранных инвесторов в ОФЗ составил примерно 60% от общего роста рынка[1]. Согласно официальным данным на 1 декабря 2017 года, доля зарубежных владельцев ОФЗ составляла 32.1%, увеличившись с 26.9%, которые принадлежали иностранцам еще в начале года.

Если из общего объема рынка ОФЗ вычесть неликвидные выпуски (в первую очередь длинные бумаги, индексируемые на ставку RUONIA), то нерезидентам принадлежит чуть менее чем 40% ОФЗ. По этому показателю Россия находится на одном из первых мест среди стран с развивающимися рынками: впереди только Перу — 49% и Южная Африка — 40%. Что стало причиной столь высокого интереса со стороны зарубежных инвесторов к рынку ОФЗ?

На наш взгляд, можно выделить три ключевых фактора. Самое важное: начиная с 2015 года уровень реальных процентных ставок в России был одним из самых высоких среди стран-конкурентов и продолжает оставаться на привлекательном уровне. Не менее значимым было и то, с какой эффективностью произошла подстройка российской экономики к условиям значительного снижения цен на нефть и введенным санкциям. Грамотные и слаженные действия

[1] Последние данные ЦБ РФ по объему ОФЗ во владении нерезидентами имеются на 1 декабря 2017 года. Информация по всему 2017 году должна быть опубликована в ближайшее время.

регуляторов в ответ на внешние шоки позволили быстро вернуть доверие инвесторов. Сейчас на общем фоне фундаментальные показатели России выглядят крепко. В совокупности с высокой реальной ставкой это нашло отражение в том, что подавляющее большинство иностранных инвесторов за последние несколько лет увеличили долю ОФЗ в своих портфелях за счет сокращения вложений в долговые бумаги прочих стран.

В декабре 2014 года Банк России принял решение резко повысить ключевую ставку — с 10.5% до 17% — с целью ограничить девальвационные и инфляционные риски. На этом фоне, в частности, доходность пятилетних ОФЗ выросла до 15.6% (средний показатель за январь 2015 года) против примерно 10.5% в ноябре 2014 года. В последующие годы Банк России последовательно проводил умеренно жесткую денежно-кредитную политику, обеспечивая высокий уровень не только номинальных, но и реальных ставок. В течение трех лет (2015–2017 годы) значение реальной ставки в России не опускалось ниже 4%, а в определенные периоды достигало 6%. В результате снижения ключевой ставки в декабре 2017 года (на 50 б.п. до 7.75%) значение реальной ставки впервые с конца 2014 года опустилось ниже 4%. Тем не менее даже с учетом последних изменений Россия остается в топ-3 развивающихся стран по данному показателю[1] (см. Рисунок 3).

Столь резкий рост ставок на рынке ОФЗ сделал наш рынок одним из самых дешевых в мире даже с учетом возросшей волатильности. Если рассматривать последние три года, то волатильность в длинных ОФЗ была одной из самых высоких в мире, хотя ниже, чем, например, в Турции или Бразилии (см. Рисунок 4). Однако это более чем компенсировалось возросшей доходностью бумаг: решение о покупке ОФЗ стало в какой-то момент, как выражаются трейдеры, no brainer. Мы также отмечаем нормализацию волатильности курса рубля — низкая волатильность валютного курса обеспечивает большую предсказуемость инвестиций и повышает привлекательность локального долгового рынка. На горизонте одного года вмененная волатильность USD/RUB сейчас на самом низком уровне с первого полугодия 2014 года, а ее значение меньше, чем на прочих высокодоходных рынках.

[1] В данное сравнение не попадает ряд стран с высоким уровнем локальных ставок, но низкой ликвидностью и сложностью доступа на рынок для иностранных инвесторов (например, Казахстан).

Рисунок 1. Доля нерезидентов на рынке ОФЗ

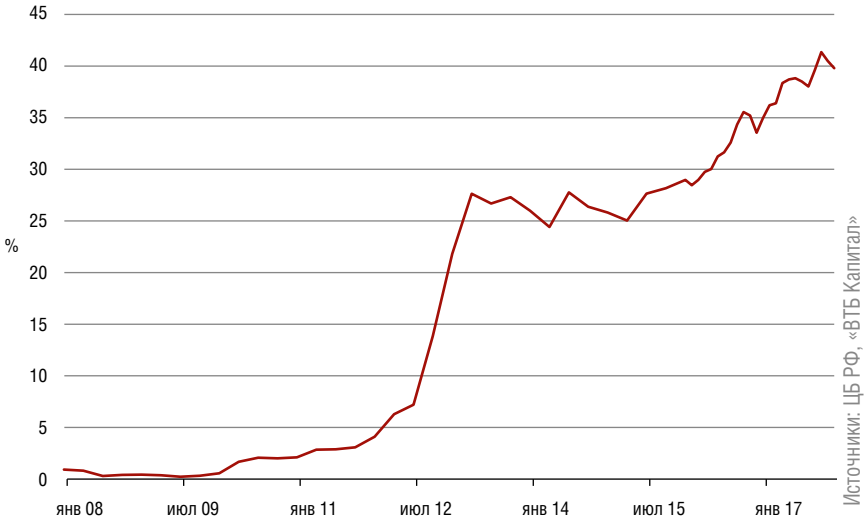


Рисунок 2. Сравнение доли нерезидентов на локальных рынках развивающихся стран

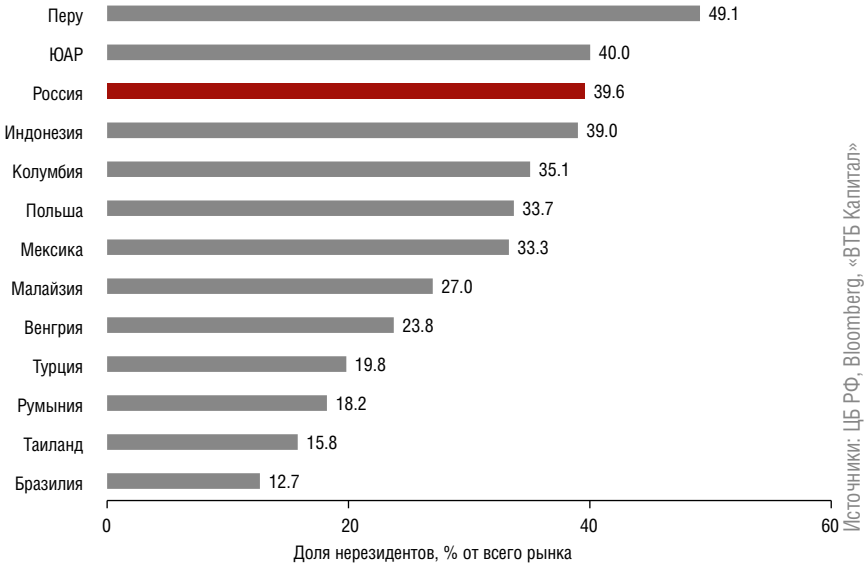
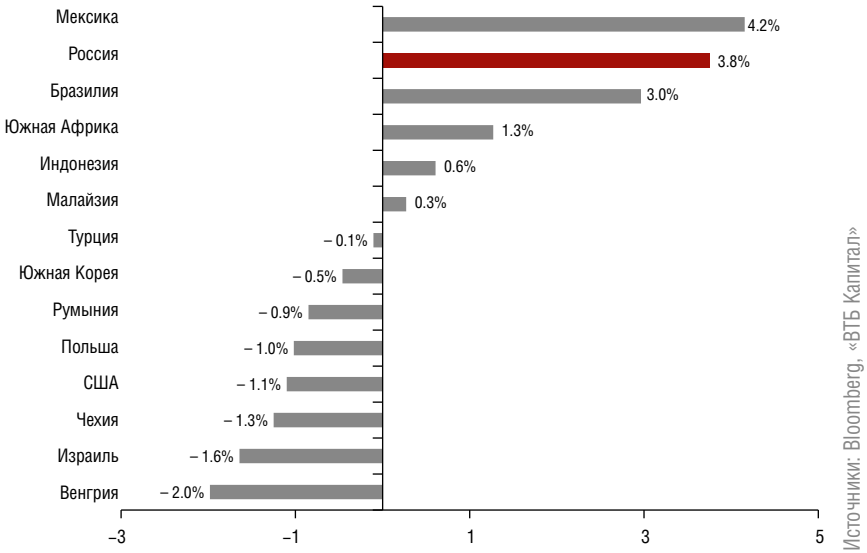
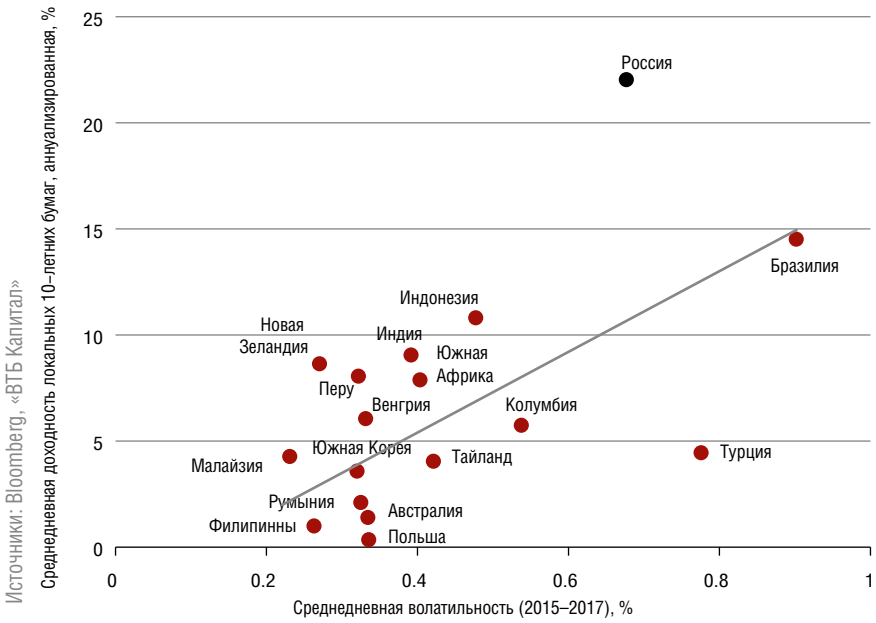


Рисунок 3. Сравнение уровня реальных процентных ставок





Источники: Bloomberg, «ВТБ Капитал»

Рисунок 4
Сравнение доходности и волатильности вложений в 10-летние бумаги

Помимо фундаментальной привлекательности ОФЗ росту вложений нерезидентов в российские госбумаги на протяжении последних лет также способствовал и ряд технических факторов. Так, доля ОФЗ в ключевых индексах облигаций стран заметно выросла, например в индексе GBI EM она выросла с 5.7% до 7.5% за 2017 год. В дополнение к этому в последние несколько лет мы наблюдаем значительный рост популярности пассивных инвестиционных стратегий (в частности, ETF). Этому способствует их доступность для широкого круга инвесторов, низкие транзакционные издержки и понятный принцип инвестирования. Каждый из фондов придерживается определенной стратегии, а в качестве целевого ориентира по доходности используются так называемые «бенчмарк-индексы», репрезентативно представляющие желаемый риск. В случае с локальным долговым рынком развивающихся стран одним из самых часто используемых для этих целей индексов является GBI-EM. В его состав включаются облигации 16 стран, в том числе России.

Так как многие фонды следуют пассивному инвестированию, то приток новых денежных средств ведет практически к автоматическому росту вложений в индексные бумаги. Кратный рост капитализации этих фондов (см. Рисунок 5) сделал их одной из самых заметных сил на рынке: например, немалое число трейдеров будут стараться угадать предстоящие изменения в составе индексов, чтобы сыграть на опережение против ETF. Включение новых стран в расчет, исключение облигаций в связи с их скорым погашением и прочее — все это оказывает влияние как на котировки отдельно взятых бумаг, так и на другие компоненты в рамках одного индекса.

Многие фонды публикуют информацию об активах и общем объеме средств под управлением в открытом доступе, что позволяет сформировать представление об изменении интереса к тем или иным рынкам. Отслеживаемый нами размер рыночной капитализации крупнейших ETF-фондов, ориентированных на долговой рынок развивающихся стран, вырос в прошлом году на 45% и еще почти на 10% в течение первого месяца этого года.

Российские облигации по-прежнему остаются одним из самых привлекательных активов для международных инвесторов с точки зрения ожидаемой доходности. Это значит, что периоды турбулентности на глобальных рынках и бегство инвесторов в защитные активы будут иметь весьма ограниченные последствия для российского долгового рынка. Наглядным примером может служить резкий рост доходностей облигаций в США и Европе в начале 2018 года — десятилетние ОФЗ показывают лучшую динамику с начала года в сравнении с другими бенчмарками развивающихся стран, а короткие периоды коррекции быстро сменяются активными покупками (в первую очередь со стороны нерезидентов).

Мы ожидаем, что приток инвестиций на рынки развивающихся экономик продолжится и в этом году, несмотря на ужесточение монетарной политики ведущими центробанками и рост глобальных доходностей. В первую очередь этому будут способствовать улучшение кредитных метрик этих стран, ускорение экономического роста и проведение осмотрительной денежно-кредитной политики.

Рисунок 5
Рыночная капитализация крупнейших EM-фондов, инвестирующих в долговые рынки

Источники: Bloomberg, «ВТБ Капитал»