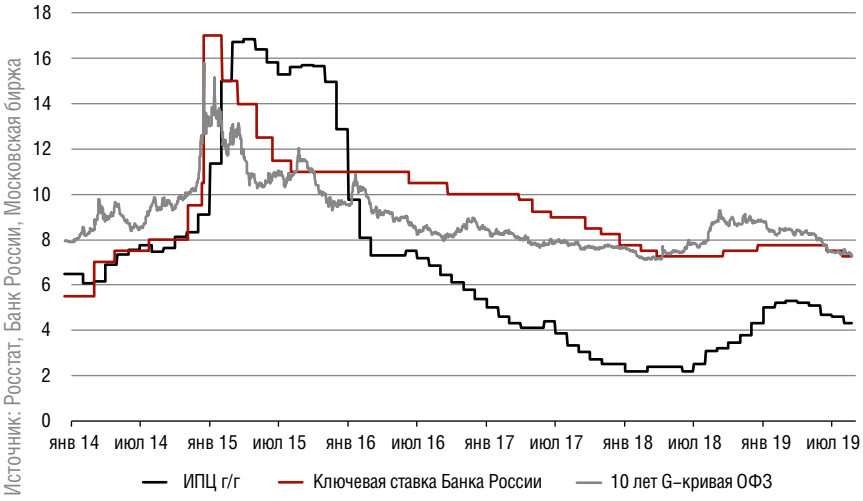
Юлия ГАПОН,
аналитик долговых рынков БК «РЕГИОН»

Александр ЕРМАК,
главный аналитик долговых рынков БК «РЕГИОН»

В ожидании снижения ставок

После прошлогодней турбулентности на рынке рублевых облигаций в текущем году преобладает позитивная ценовая динамика, которая по итогам неполных восьми месяцев обеспечила снижение доходности во всех сегментах рублевых облигаций. В том числе до 120–130 б.п. по отдельным выпускам ОФЗ. Тем не менее, по нашим оценкам, привлекательность инвестиций в облигации всех сегментов сохраняется и определяется несколькими факторами. Среди них можно выделить две главные: общемировая тенденция к снижению процентных ставок, которой, несомненно, последуют Банк России и рынок рублевых облигаций, а также сужение спредов между доходностью государственных облигаций и доходностью субфедеральных и корпоративных облигаций.

Рисунок 1
Уровень процентных ставок в 2014–2019 годах, % годовых



Источник: Росстат, Банк России, Московская биржа

Снижение ключевых ставок центральными банками большинства стран — объективная реальность текущего времени. В последние месяцы не покидает ощущение, что мы находимся в начале периода масштабного снижения процентных ставок центральными банками большинства развивающихся стран мира. «Инициатором» данного процесса выступили США, когда на заседании ФРС, состоявшемся 19 июня 2019 года, прозвучали очень важные для финансовых рынков заявления регулятора о возможном смягчении денежно-кредитной политики (ДКП) на фоне роста неопределенности достижения основных прогнозируемых результатов. Несмотря на то что после этих заявлений в июне ставка не изменилась, а снижение ставки ФРС произошло только через полтора месяца — в конце июля 2019 года (на 25 б.п., до 2–2.25%), переломный момент для изменения ожиданий проведения в дальнейшем денежно-кредитной политики произошло уже в июне.

На риторику ФРС США центральные банки развивающихся стран отреагировали практически сразу слаженным снижением своих главных инструментов монетарного

МЫ ОЦЕНИВАЕМ ВЛОЖЕНИЯ В РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ ВСЕХ СЕГМЕНТОВ НА ГОРИЗОНТЕ БЛИЖАЙШИХ ПОЛУТОРА ЛЕТ КАК КРАЙНЕ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫЕ

регулирования. Из 26 входящих в индекс MSCI Emerging Markets стран в течение 2019 года снизили процентную ставку 16 стран (максимальное снижение прошло в Турции, Индии, Египте, Таиланде и Южной Корее), не стали корректировать политику центральные банки 7 стран и лишь две страны (Пакистан и Чехия) перешли в начале текущего года к ужесточению денежно-кредитной политики. Из 16 стран, в 2019 году проводивших мягкую ДКП, 10 впервые в текущем году снизили ставку именно после июньского заседания ФРС США.

На начало третьей декады августа вероятность снижения ставки на 25 б.п. на ближайшем заседании ФРС США в сентябре, по оценкам Reuters, составляла больше 86%, а снижения на 50 б.п. — около 14%. Возросшая уверенность инвесторов в сохранении ФРС мягкой ДКП в среднесрочной перспективе позитивна для развивающихся финансовых рынков, в том числе и для России. Кроме этого, на сохранение интереса к российскому риску позволяют надеяться такие факторы, как некоторое ослабление негативного информационного поля вокруг России, устойчивый рубль на фоне относительно высоких цен на нефть, а также существенное сокращение темпов инфляции, которое может продолжиться в течение ближайших полутора лет.

На данный момент в России спред между текущим уровнем доходности 10-летних ОФЗ и индексом потребительских цен составляет 270 б.п., при этом в остальных развивающихся странах данный показатель широко варьируется в диапазоне от 26 до 441 б.п. (в среднем 219 б.п., в расчет не принимались экстремальные значения). Ключевая ставка Банка России на 265 б.п. превышает текущий уровень инфляции, тогда как по остальным развивающимся странам спред находится в диапазоне от 30 до 422 б.п. (в среднем 185 б.п., в расчет не принимались экстремальные значения). При этом нельзя не отметить, что прогнозируемые темпы инфляции по итогам ближайших двух лет оцениваются на близких к текущим значениям уровнях, в то время как в России ожидается ее существенное сокращение. По нашим оценкам, к концу текущего года инфляция может выйти на уровень 3.5–3.7% год к году, а по итогам 2020 года — на уровень 3.0–3.2% год к году. В сопоставимых значениях можно оценивать и снижение ключевой ставки и доходности государственных облигаций в течение ближайших полутора лет. Расчет доходности операций от вложения в различные облигации на горизонте к концу 2020 года при условии сни-

№ п.п.	Страна	Ключевые ставки ЦБ			Изменение ставок		Динамика ставок*
		начало 2019 г.	июнь 2019 г.	август 2019 г.	с начала года	в т. ч. после июньского заседания ФРС США	
1	Бразилия	6.50	6.50	6.00	–0.50	–0.50	
2	Мексика	8.25	8.25	8.00	–0.25	–0.25	
3	**Россия**	**7.75**	**7.50**	**7.25**	**-0.50**	**-0.25**	
4	Турция	24.00	24.00	19.75	–4.25	–4.25	
5	Колумбия	4.25	4.25	4.25	0.00	0.00	
6	ЮАР	6.75	6.75	6.50	–0.25	–0.25	
7	Индия	6.50	5.75	5.40	–1.10	–0.35	
8	Индонезия	6.00	6.00	5.50	–0.50	–0.50	
9	Китай	4.35	4.35	4.25	–0.10	–0.10	
10	Южная Корея	1.75	1.75	1.50	–0.25	–0.25	
11	Таиланд	1.75	1.75	1.50	–0.25	–0.25	
12	Аргентина	59.30	70.73	74.97	15.67	4.24	
13	Чили	2.75	3.00	2.50	–0.25	–0.50	
14	Перу	2.75	2.75	2.50	–0.25	–0.25	
15	Чехия	1.75	2.00	2.00	0.25	0.00	
16	Египет	16.75	15.75	14.25	–2.50	–1.50	
17	Греция	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
18	Венгрия	0.90	0.90	0.90	0.00	0.00	
19	Польша	1.50	1.50	1.50	0.00	0.00	
20	Катар	5.00	5.00	4.75	–0.25	–0.25	
21	Саудовская Аравия	2.75	3.00	2.75	0.00	–0.25	
22	ОАЭ	2.50	2.75	2.50	0.00	–0.25	
23	Малайзия	3.25	3.00	3.00	–0.25	0.00	
24	Пакистан	10.00	12.25	13.25	3.25	1.00	
25	Филиппины	4.75	4.50	4.25	–0.50	–0.25	
26	Тайвань	1.38	1.38	1.38	0.00	0.00	

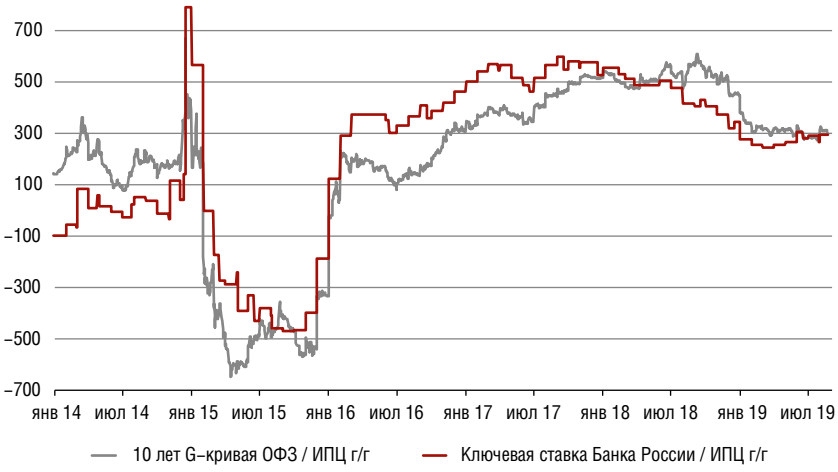
Динамика ставок*

- ставка не изменилась
- ставка снижалась в течение 2019 года
- снизилась после заявления ФРС США
- ставка выросла
- ставка не отреагировала на ФРС США

Источник: Bloomberg, расчеты БК «РЕГИОН»

Таблица 1
Ключевые ставки развивающихся стран

Рисунок 2
Уровень реальных процентных ставок в 2014–2019 годах, % годовых



Источник: Росстат, Банк России, Московская биржа, расчеты БК «РЕГИОН»

Источник: Банк России, Московская биржа, расчеты БК «РЕГИОН»

Рисунок 3
Спред между 10-летней G-кривой ОФЗ и ключевой ставкой Банка России, б.п.

жения процентных ставок на рынке в пределах 50–150 б.п. представлены в Таблице 3.

Таким образом, инвестирование в государственные облигации может принести доходность в диапазоне 6.93–18.98%, в зависимости от дюрации конкретной бумаги. Например, покупка самой долгосрочной ОФЗ 26230 (дюрация 10.43 г., доходность 7.43% годовых) при снижении процентной ставки на 1.5 п.п. принесет доходность 18.98% годовых. В этой же ситуации максимальная доходность от инвестирования в субфедеральные облигации составит всего 13.17%. В бумагах корпоративных эмитентов 1-го и 2-го эшелонов преобладают однозначные доходности, максимум при снижении ставки на 1.5 п.п. от вложений в облигации компаний можно получить 12–13%, что значительно меньше доходности операций с ОФЗ.

Сужение спредов между доходностью государственных облигаций и доходностью субфедеральных и корпоративных облигаций — вторая инвестиционная идея, которая имеет право на существование в период снижения процентных ставок. По мере снижения доходности на рынке ОФЗ их привлекательность для многих инвесторов снижается. В результате свой интерес инвесторы начинают проявлять к субфедеральным и корпоративным облигациям, в первую очередь — первого эшелона, а в дальнейшем и более низкого кредитного качества. В периоды благоприятной конъюнктуры спреды между ними не превышали 50 б.п., а облигации субъектов РФ (таких как Москва, Санкт-Петербург, ХМАО,

Таблица 2. Уровень реальных процентных ставок развивающихся стран

№ п.п.	Страна	Ключевые ставки ЦБ		10-летние			ИПЦ г/г, % (справочно)		
		авг. 2019 г., %	спред к текущ. ИПЦ, б.п.	авг. 2019 г., % годовых	спред к текущ. ИПЦ, б.п.	спред к ключ. ставке, б.п.	авг. 19 (Ф)	2019 (О)	2020 (О)
1	Бразилия	6.00	278	7.30	408	130	3.22	3.90	3.90
2	Мексика	8.00	422	7.06	328	–94	3.78	3.90	3.70
3	Россия	7.25	265	7.30	270	5	4.60	3.5–3.7	3.0–3.2
4	Турция	19.75	310	15.80	–85	–395	16.65	16.50	13.60
5	Колумбия	4.25	46	5.73	194	148	3.79	3.30	3.30
6	ЮАР	6.50	250	8.41	441	191	4.00	4.40	5.00
7	Индия	5.40	225	6.58	343	118	3.15	3.80	3.70
8	Индонезия	5.50	218	7.35	403	185	3.32	3.20	3.50
9	Китай	4.25	145	3.04	24	–121	2.80	2.40	2.30
10	Юж. Корея	1.50	90	1.26	66	–24	0.60	0.80	1.40
11	Таиланд	1.50	52	1.55	57	5	0.98	1.00	1.10
12	Аргентина	74.97	2097	25.00	–2900	–4997	54.00	49.30	30.00
13	Чили	2.50	30	2.70	50	20	2.20	2.30	2.90
14	Перу	2.50	39	4.12	201	162	2.11	2.30	2.30
15	Чехия	2.00	–90	1.01	–189	–99	2.90	2.60	2.10
16	Египет	14.25	555	15.50	680	125	8.70	12.90	10.00
17	Греция	0.00	30	2.02	232	202	–0.30	0.70	1.00
18	Венгрия	0.90	–240	1.63	–167	73	3.30	3.30	3.10
19	Польша	1.50	–140	1.87	–103	37	2.90	2.20	2.70
20	Катар	4.75	535	2.55	315	–220	–0.60	0.50	2.00
21	Саудовская Аравия	2.75	415	*	–	–	–1.40	–0.70	1.90
22	ОАЭ	2.50	400	*	–	–	–1.50	1.00	2.10
23	Малайзия	3.00	160	3.25	185	25	1.40	0.90	2.00
24	Пакистан	13.25	295	13.67	337	42	10.30	9.20	10.50
25	Филиппины	4.25	185	4.45	205	20	2.40	3.00	3.20
26	Тайвань	1.38	98	0.66	26	–72	0.40	0.90	1.10

Источник: Bloomberg, расчеты БК «РЕГИОН»

Таблица 3. Расчетная доходность операций с облигациями при условии снижения процентных ставок в пределах от -0.5 до -1.5 п.п. на 31 декабря 2020 года

Выпуск	Текущие показатели на 22.08.19 г.		Доходность операции, % годовых			
	Дюрация, годы	Доходность / изменение, % годовых	-0.50	-1.00	-1.25	-1.50
ОФЗ						
ОФЗ 26205	1.54	6.86	6.93	7.04	7.09	7.14
ОФЗ 26211	3.10	6.90	7.58	8.27	8.61	8.96
ОФЗ 26227	4.19	7.00	8.10	9.22	9.79	10.36
ОФЗ 26219	5.45	7.14	8.79	10.48	11.33	12.20
ОФЗ 26226	5.48	7.12	8.77	10.46	11.32	12.19
ОФЗ 26224	7.14	7.18	9.45	11.80	13.01	14.23
ОФЗ 26218	7.78	7.27	9.86	12.55	13.93	15.35
ОФЗ 26225	9.13	7.38	10.47	13.70	15.37	17.09
ОФЗ 26230	10.43	7.43	11.05	14.90	16.91	18.98
Субфедеральные облигации						
Якут 35006	1.26	5.61	5.72	5.82	5.88	5.93
СамарОбл10	1.27	7.62	7.68	7.75	7.79	7.82
ЯНАО–2016	1.89	7.85	8.11	8.38	8.51	8.65
Новосиб 19	2.44	8.65	9.13	9.62	9.87	10.12
МГор48–об	2.59	7.44	7.93	8.42	8.67	8.92
МосОбл2016	2.69	7.90	8.47	9.05	9.35	9.64
СамарОбл12	2.91	7.83	8.49	9.16	9.50	9.84
СвердлОбл5	2.93	7.91	8.56	9.23	9.56	9.90
ХабарКрай7	4.02	8.34	9.41	10.50	11.05	11.61
КалинОбл17	4.05	8.26	9.34	10.45	11.00	11.57
СПбГО35001	4.36	7.88	9.07	10.28	10.90	11.52
ЯрОбл 2017	4.75	8.07	9.42	10.80	11.50	12.20
Оренб35004	5.40	8.18	9.80	11.47	12.31	13.17

Выпуск	Текущие показатели на 22.08.19 г.		Доходность операции, % годовых			
	Дюрация, годы	Доходность / изменение, % годовых	-0.50	-1.00	-1.25	-1.50
Корпоративные облигации						
СберБ БО19	1.66	7.67	7.77	7.92	8.00	8.07
ГПБ БО–17	2.01	7.58	7.87	8.15	8.30	8.44
РоснефтьБ1	2.27	7.80	8.17	8.55	8.73	8.92
ФПК 1Р–02	2.96	7.90	8.54	9.18	9.51	9.84
Славнеф1Р2	3.10	7.91	8.62	9.34	9.71	10.07
Роснфт1Р4	3.17	7.91	8.65	9.41	9.78	10.17
РЖД 1Р–06R	3.20	7.81	8.55	9.31	9.69	10.07
СеверстБ06	3.81	7.75	8.75	9.77	10.28	10.80
Роснфт2Р6	3.83	7.98	8.97	9.98	10.50	11.01
ГазпромКБ4	4.47	7.98	9.25	10.54	11.20	11.86
ГазпромКБ1	4.47	7.89	9.15	10.45	11.10	11.76
РЖД 1Р–05R	5.26	7.90	9.42	10.96	11.75	12.54
СИБУРХол10	1.45	7.61	7.65	7.74	7.78	7.82
ГТЛК БО–08	1.81	8.37	8.60	8.83	8.95	9.07
ИКС5Фин1Р4	1.84	7.92	8.12	8.33	8.43	8.53
МОЭК БО1Р1	2.25	8.05	8.45	8.84	9.04	9.24
ГТЛК 1Р–14	2.87	8.27	8.89	9.53	9.84	10.16
РУСАБрБ1Р2	3.02	8.43	9.10	9.76	10.10	10.44
ГТЛК 1Р–09	4.25	8.54	9.69	10.86	11.46	12.06
НКНХ 1Р–01	4.84	8.66	10.05	11.46	12.18	12.91
СовкомБОП1	1.63	8.84	8.99	9.13	9.20	9.27
Тинькофф2R	2.31	8.56	8.97	9.39	9.60	9.81
ДетМир БО7	2.35	8.57	9.00	9.42	9.64	9.85
АЗБУКАВКП1	2.50	9.68	10.16	10.65	10.90	11.14

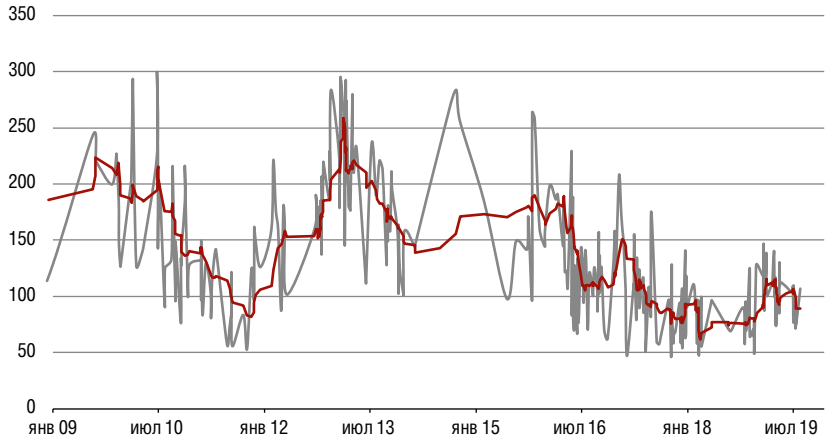
Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

ЯНАО и т. п.) и государственных банков и компаний торговались с минимальными премиями или практически без них.

В последний раз минимальные спреды к ОФЗ порядка 50-60 б.п. на рынке наблюдались в конце 2017-го — начале 2018 года при размещении облигаций не только первого, но и второго эшелона на фоне минимальных уровней инфляции и ожиданий дальнейшего снижения ключевой ставки. После некоторой паузы, взятой эмитентами на фоне введения новых антироссийских санкций, рост спредов начался со «знаковых» размещений в июле — августе прошлого года облигаций Газпрома (+72 б.п.) и «Фольксваген Банк Рус» (+110 б.п.). В настоящее время облигации первого эшелона торгуются/размещаются со спредом по доходности к ОФЗ на уровне 80–110 б.п., сохраняя потенциал сужения спредов (на 30–50 б.п. от текущих уровней) и, соответственно, более высокого дохода по сравнению с государственными облигациями с сопоставимым сроком обращения.

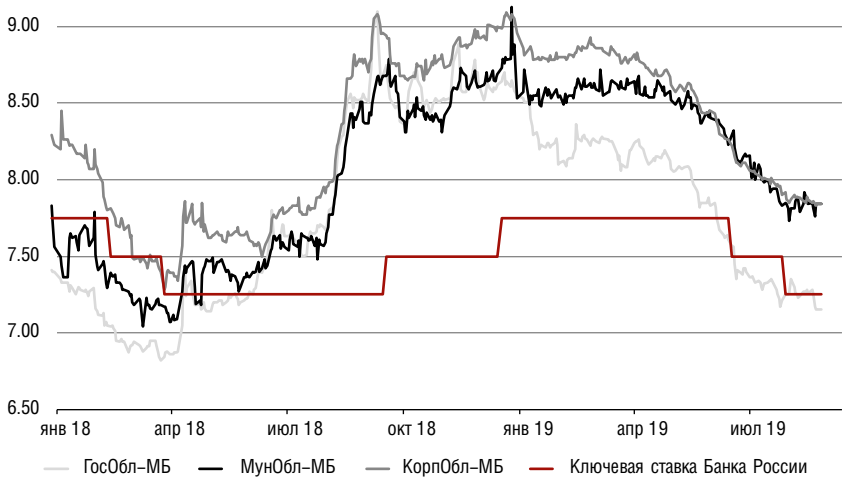
Таким образом, мы оцениваем вложения в рублевые облигации всех сегментов на горизонте ближайших полутора лет как крайне привлекательные, которые потенциально могут принести более существенный доход, чем текущие уровни процентных ставок на рынке, благодаря ожидаемому снижению процентных ставок и сужению спредов между наиболее качественными и менее качественными активами.

Рисунок 4. Спреды между первичной доходностью корпоративных облигаций 1-го эшелона и «кривой» доходности ОФЗ в 2009–2019 годах, б.п.



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

Рисунок 5. Индексы доходности облигаций в 2009–2019 годах, % годовых



Источник: Московская Биржа, расчеты БК «РЕГИОН»