Владимир ПАНТЮШИН,
управляющий директор
департамента анализа рыночной
конъюнктуры, Газпромбанк

Андрей КУЛАКОВ,
CFA, CRM, исполнительный директор
управления анализа инструментов
с фиксированной доходностью, Газпромбанк

Рынок ОФЗ: скрытый потенциал

К осени 2019 года многие участники рынка подошли с ощущением, что основные истории на рынке ОФЗ отыграны, а дальнейший потенциал роста ограничен. Для количественной оценки перспектив эволюции рынка в 2019–2020 годах мы смоделировали несколько сценариев поведения кривой ОФЗ и определили наиболее привлекательные отрезки кривой с точки зрения совокупного дохода (Total Return, TR).

Первая половина 2019 года выдалась достаточно позитивной для рынка госдолга. ЦБ РФ возобновил цикл смягчения монетарной политики, дважды снизив ставку на 25 б.п. до 7.25%, обозначил дальнейшие снижения ставки и переход к нейтральной ДКП к середине 2020 года (что эквивалентно ключевой ставке 6.5%).

Иностранные инвесторы, сократившие во II–IV кварталах 2018 года позиции в ОФЗ на 561 млрд рублей, за первые семь месяцев 2019 года не только восстановили, но и увеличили свои позиции в рублевом госдолге — объем их вложений на 1 августа составил 2.584 трлн рублей, а доля выросла до 30% с локального минимума на начало года в 24.4%

Всплеск спроса позволил Минфину обновить несколько рекордов заимствований. За январь — август ведомство разместило 1.57 трлн рублей ОФЗ (1.13 трлн рублей с учетом погашений).

Всплеск спроса способствовал снижению доходностей ОФЗ с начала года на 90–120 б.п. на коротком отрезке кривой и на 110–130 б.п. — на длинном участке. После такого бурного периода рынок успокоился, и многие инвесторы стали задаваться вопросом, чего ожидать. Дополнительную неопределенность привносят внешние факторы. Например, обострение торгового конфликта между США и Китаем в августе уже вызвало коррек-

Таблица 1
Сценарии поведения кривой ОФЗ и соответствующий доход (TR)

Сценарии		2019 TR*	2020 TR
Сценарий 1. Базовый			
• Risk-on.	3 г	3.1% (8.8%)	**6.7%**
• Санкции против новых выпусков ОФЗ отсутствуют.	5 л	3.6% (10.6%)	5.9%
• Ставка ЦБ достигает 6.5% к 1П20 и далее стабильна.	10 л	**4.8% (14.0%)**	3.8%
Сценарий 2			
• Risk-off в 4К19–1П20. risk-on в 2П20.	3 г	**2.2% (6.2%)**	7.8%
• Санкции против новых выпусков ОФЗ отсутствуют.	5 л	1.3% (3.6%)	9.8%
• Ставка ЦБ достигает 6.5% к концу 2020 г. / 1П21 и далее стабильна.	10 л	–0.4% (–1.1%)	**12.8%**
Сценарий 3			
• Risk-on.	3 г	3.1% (8.8%)	**5.6%**
• Введение санкций против новых выпусков ОФЗ в 2020 г.	5 л	3.6% (10.6%)	2.2%
• ЦБ останавливает снижение ставки на 7.0%. возможен подъем до 7.25%.	10 л	**4.8% (14.0%)**	–1.5%
Сценарий 4			
• Risk-off в 4К19–1П20. risk-on в 2П20.	3 г	**2.2% (6.2%)**	**6.7%**
• Введение санкций против новых выпусков ОФЗ в 2020 г.	5 л	1.3% (3.6%)	5.1%
• ЦБ останавливает снижение ставки на 7.0%. возможен подъем до 7.25%.	10 л	–0.4% (–1.1%)	4.0%
Сценарий 5. Оптимистичный			
• Risk-on.	3 г	3.8% (11.1%)	7.5%
• Санкции против новых выпусков ОФЗ отсутствуют.	5 л	5.6% (16.5%)	8.2%
• Ставка ЦБ достигает 6.0% к середине 1П20 и 5.5% к концу 2020 г. / 1П21.	10 л	**9.2% (28.8%)**	**8.5%**

* значения в скобках приведены к годовому выражению

цию на финансовых рынках EM, однако пока почти не затронуло рынок ОФЗ.

В этом контексте мы смоделировали поведение кривой ОФЗ в рамках сценариев, учитывающих внешние факторы влияния (global risk-on / risk-off) и факторы, затрагивающие исключительно российский рынок (возможное введение санкций в отношении ОФЗ). Для каждого сценария мы рассчитали совокупный доход от инвестиций в разные отрезки кривой ОФЗ (3 года, 5 лет, 10 лет) и выработали соответствующие рекомендации. В рамках нашего анализа мы также сделали предположения о действиях ЦБ РФ в разных ситуациях.

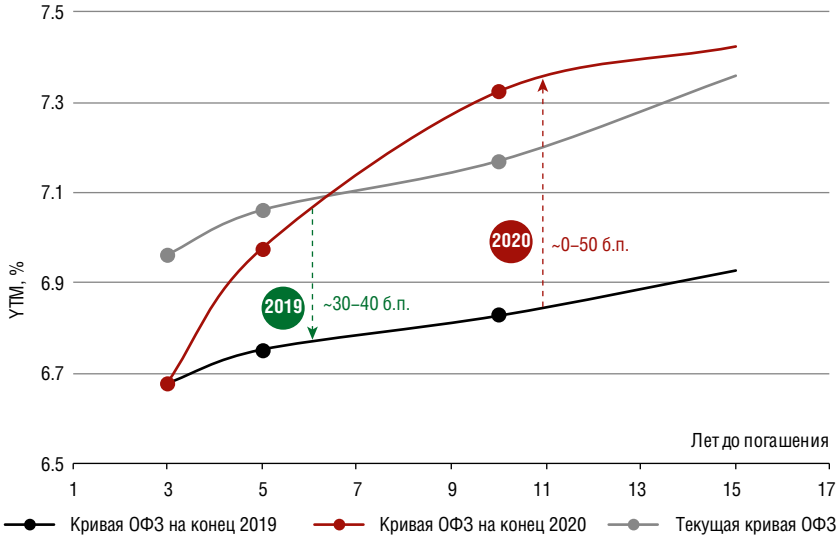
СЦЕНАРИЙ 1. БАЗОВЫЙ

Предпосылки

- Благоприятные настроения на глобальных рынках (risk-on).
- Санкции против новых выпусков ОФЗ отсутствуют.
- ЦБ РФ снижает ключевую ставку до нейтрального уровня 6.50% к первой половине 2020 года, далее ставка неизменна.

Поведение кривой ОФЗ

- Динамика доходности ОФЗ 3г опережает ключевую ставку на 4–6 мес. Поскольку снижение ключевой ставки до отметки ниже 6.5% в рамках данного сценария не ожидается, мы предполагаем формирование слабо положительного спреда (10–25 б.п.) доходности ОФЗ к уровню ключевой ставки. К концу 2019 года доходность ОФЗ 3г устанавливается в диапазоне 6.6–6.75% и сохраняется на этом уровне в 2020 году.
- На фоне продолжающегося спроса со стороны иностранных инвесторов в 2019 году спред 10-3 сохраняется на текущем низком уровне 10–20 б.п., что предполагает диапазон доходности ОФЗ 10л на уровне 6.7– 6.95%. Доходность ОФЗ 5л устанавливается в середине диапазона 10-3, на уровне 6.65–6.85%.
- В 2020 году на фоне исчерпания потенциала снижения ставки ЦБ РФ иностранные инвесторы начнут фиксировать свои позиции в ОФЗ, переходя в облигации стран с более высоким ожидаемым доходом (см. Рисунок 2). На этом фоне мы ожидаем расширения спреда 10-3 до 40–60 б.п., что соответствует среднему его значению во II–IV кварталах 2018 года, когда нерезиденты сокращали позиции в ОФЗ. Как следствие, доходность ОФЗ 10л к концу 2020 года достигает уровня 7.2–7.45%.
- Спред 10-5 к концу 2020 года установится на уровне 35 б.п., что соответствует среднему значению спреда во II–IV кварталах 2018 года, когда нерезиденты сокращали позиции в ОФЗ; доходность 5л ОФЗ достигает диапазона 6.85–7.1%.



Источник: Bloomberg, оценки Газпромбанка

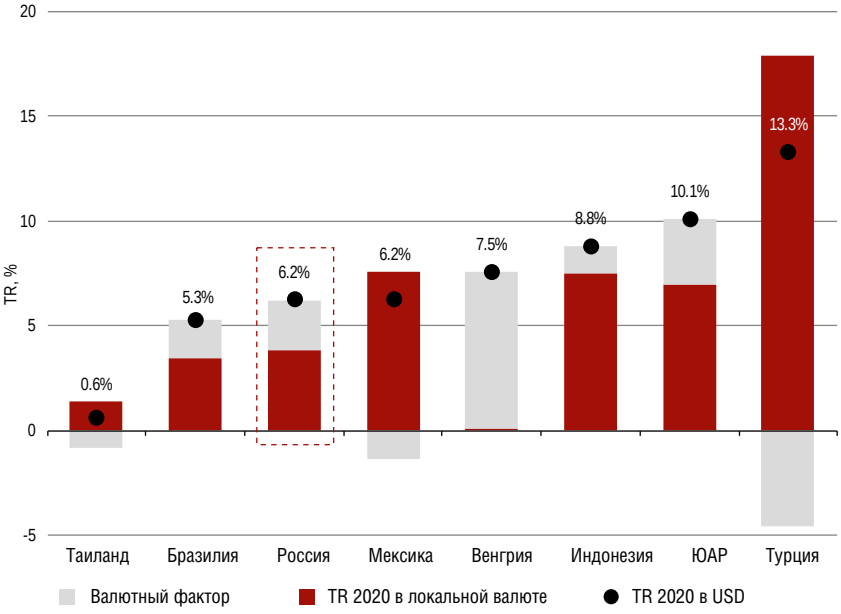
Рисунок 1
Динамика кривой ОФЗ в рамках Сценария 1

СЦЕНАРИЙ 2. УМЕРЕННО НЕГАТИВНЫЙ, УХУДШЕНИЕ НАСТРОЕНИЙ НА ГЛОБАЛЬНЫХ РЫНКАХ

Предпосылки

- Ухудшение настроений на глобальных рынках в IV квартале 2019 года — первой половине 2020 года (risk-off), risk-on во втором полугодии 2020 года.
- Санкции против новых выпусков ОФЗ отсутствуют.
- ЦБ РФ приостанавливает снижение ключевой ставки на уровне 7% до середины 2020 года. Снижение до 6.5% происходит к концу 2020-го — первой половине 2021 года, далее ставка неизменна.

Рисунок 2
Прогноз TR по 10л локальным облигациям стран EM в долларовом выражении



Источник: Bloomberg, оценки Газпромбанка

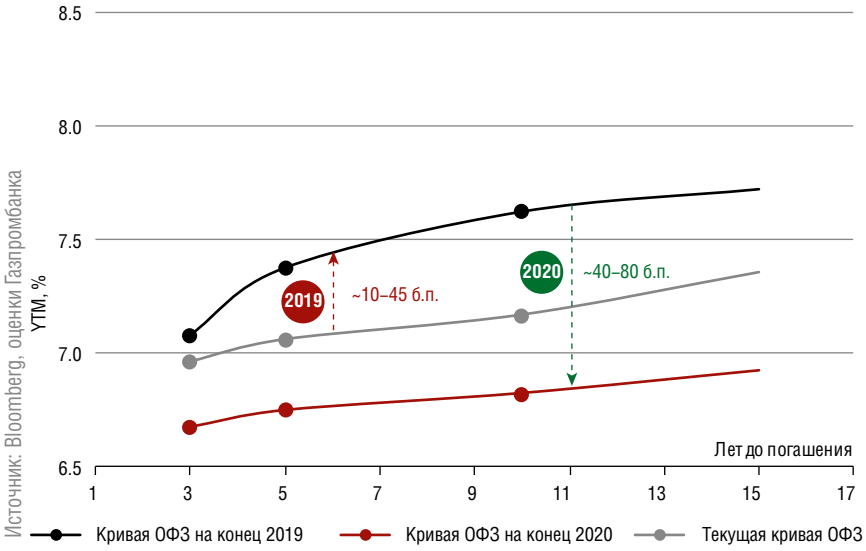


Рисунок 3
Динамика кривой ОФЗ в рамках Сценария 2

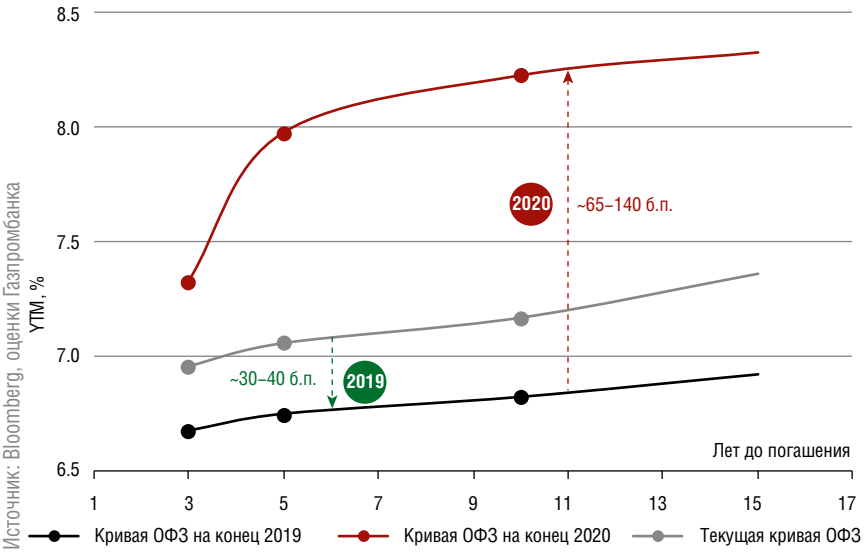
Поведение кривой ОФЗ

Данный сценарий предполагает достижение уровней, описанных в Сценарии 1 на 2019 год, годом позже — к концу 2020 года по причине ухудшения настроений на глобальных рынках в конце 2019-го — начале 2020 годов.

Прогнозные уровни на 2019 год:

- Доходность ОФЗ 3г завершает 2019 год на уровне 7–7.15%.
- Спред 10-3 расширяется до 50–60 б.п., что является средним уровнем в период октября — декабря 2018 года, когда наблюдался global risk-off на рынках EM, сопровождающийся оттоком нерезидентов, доходность ОФЗ 10л достигает 7.5–7.75%.
- Спред 10-5 достигает 25 б.п., среднего значения в период октября —декабря 2018 года; 5л ОФЗ устанавливается в диапазоне 7.25–7.5%.

Рисунок 4
Динамика кривой ОФЗ в рамках Сценария 3



СЦЕНАРИЙ 3. ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ СТАБИЛЬНЫ, США ВВОДЯТ САНКЦИИ В ОТНОШЕНИИ НОВЫХ ВЫПУСКОВ ОФЗ

Предпосылки

- Благоприятные настроения на глобальных рынках (risk-on).
- Введение санкций в отношении новых ОФЗ в 2020 году.
- ЦБ РФ приостанавливает снижение ключевой ставки на уровне 7%, возможен ее рост до 7.25% в 2020 году.

Поведение кривой ОФЗ

С точки зрения прогнозных уровней кривой ОФЗ на конец 2019 год и их обоснования данный сценарий будет аналогичен развитию ситуации в 2019 году в рамках Сценария 1.

Что касается прогнозных уровней на 2020 год:

- Доходность ОФЗ 3г установится на уровне 7.25–7.4%, отражая динамику ключевой ставки.
- Введение санкций против новых выпусков ОФЗ, по нашей оценке, может способствовать оттоку средств нерезидентов в пределах 500 млрд рублей. Напомним, что во II–IV кварталах 2018 года иностранные инвесторы сократили вложения в ОФЗ на 561 млрд рублей. Проанализировав динамику сокращения доли иностранных инвесторов в госдолге РФ и в других странах EM (см. Рисунок 5), мы оценили, что потеря ~450 млрд рублей была обусловлена санкционными рисками, а оставшихся ~110 млрд рублей — глобальным оттоком средств из EM. Исходя из того что большая часть инвесторов уже смирилась с риском введения санкций в отношении новых выпусков ОФЗ, а доходности внутреннего долга останутся привлекательными, мы не считаем, что отток в случае введения санкций превысит указанную величину.
- Такая величина оттока средств нерезидентов может сместить длинный отрезок кривой (10л) на 130–150 б.п. вверх, что предполагает достижение доходностью ОФЗ 10л уровня 8.1–8.35%. Мы строим нашу оценку на том, какое влияние заметный приток/отток средств нерезидентов оказывал на дальний отрезок кривой в 2012–2013 годах (приток) и во II–IV кварталах 2018 года (отток).
- Мы ожидаем, что спред 10-5 достигнет 25 б.п., среднего значения в период сентября — октября 2018 года (период усиления санкционной риторики); доходность ОФЗ 5л установится на уровне 7.85–8.1%.

СЦЕНАРИЙ 4. НАИХУДШИЙ — УХУДШЕНИЕ НАСТРОЕНИЙ НА ГЛОБАЛЬНЫХ РЫНКАХ, США ВВОДЯТ САНКЦИИ ПРОТИВ НОВЫХ ВЫПУСКОВ ОФЗ

Предпосылки

• Ухудшение настроений на глобальных рынках в IV квартале 2019-го — первом полугодии 2020 года, ко второму полугодию 2020 года сменяется на risk-on.

• Введение санкций против новых выпусков ОФЗ в 2020 году.

• ЦБ РФ приостанавливает снижение ключевой ставки на уровне 7%, возможен ее рост до 7.25% в 2020 году.

Поведение кривой ОФЗ

• С точки зрения прогнозных уровней кривой ОФЗ на конец 2019 года и их обоснования данный сценарий будет аналогичен развитию ситуации в 2019 году в рамках Сценария 2.

• В 2020 году фактор восстановления global risk-on нормализует рынки до состояния, которое ожидается в рамках Сценария 1 к концу 2019 года.

• Однако введение санкций против новых выпусков ОФЗ приводит к тому, что реализуется ситуация, аналогичная Сценарию 3 в 2020 году.

Внимательный читатель обратит внимание, что приведенная матрица предполагает один базовый сценарий и три в разной степени негативных варианта развития событий. На наш взгляд, это в целом отражает текущие настроения рынка — доходности ОФЗ уже достигли достаточно низкого уровня, и дальнейший потенциал их снижения ограничен, в то время как факторы риска усиливаются.

Тем не менее мы хотим отдельно рассмотреть оптимистичный сценарий и остановиться на нем подробнее. Такой сценарий, по нашему мнению, становится возможным в случае пересмотра ЦБ РФ уровня (реальной) нейтральной ставки с 2–3% до 1–2%, то есть до 5–6% в номинальном исчислении. В качестве возможного фактора назовем снижение уровня нейтральной ставки в США (ЦБ РФ оценивает уровень нейтральной ставки в РФ, исходя из уровня нейтральной ставки в США и премии за риск РФ).

СЦЕНАРИЙ 5. ОПТИМИСТИЧНЫЙ

Предпосылки

• Благоприятные настроения на глобальных рынках (risk-on).

• Санкции в отношении новых выпусков ОФЗ отсутствуют.

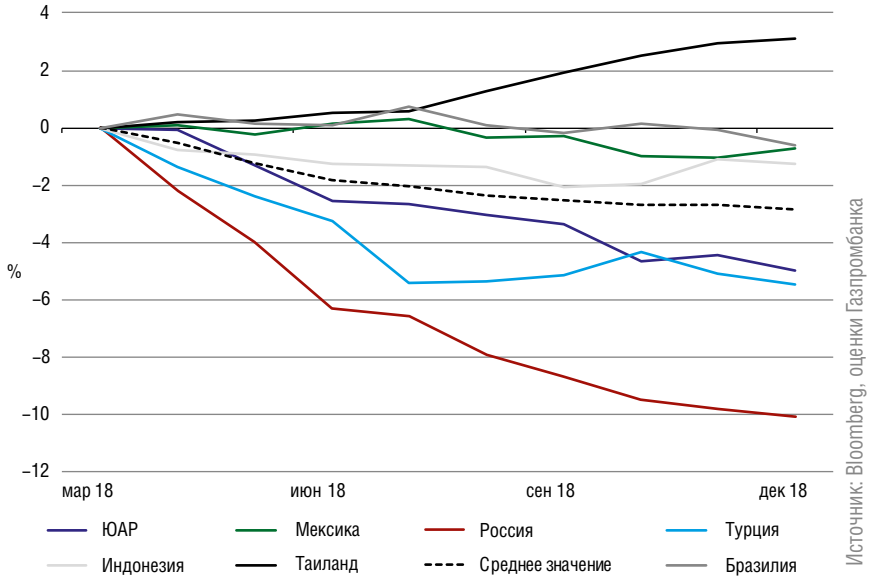
• ЦБ РФ опережающими темпами снижает ключевую ставку до уровня 6% к середине 2020 года, до 5.5% — к концу 2020-го — первому полугодию 2021 года.

Поведение кривой ОФЗ

• К концу 2019-го — началу 2020 года доходность ОФЗ 3г достигнет 6.25–6.4%, опережая ключевую ставку, а к концу 2020 года достигнет 5.6–5.75% (сохранив спред в 10–25 б.п. к ключевой ставке).

• Сохраняющийся спрос со стороны иностранных инвесторов на фоне ожиданий снижения ставки до отметки ниже 6.5% формирует умеренно негативный угол наклона 10-3 в размере минус 10–20 б.п. к концу 2019-го — началу 2020 года. Доходность ОФЗ 10л достигает 6.15–6.2%; доходность ОФЗ 5л устанавливается в середине диапазона 10-3, на уровне 6.65–6.85%.

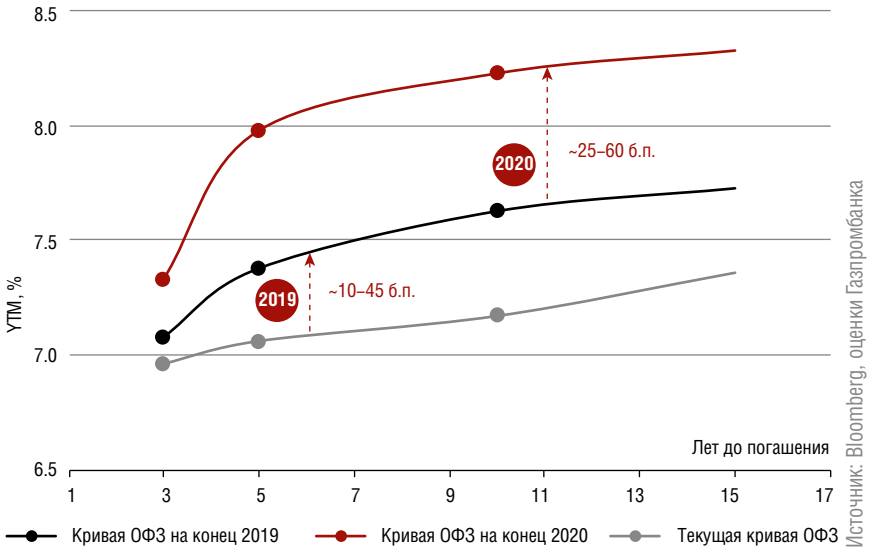
• К концу 2020 года на фоне приближения ключевой ставки к новому равновесному уровню кривая ОФЗ приобретает нормаль-



Источник: Bloomberg, оценки Газпромбанка

Рисунок 5
Изменение доли нерезидентов на локальных долговых рынках во II–IV кварталах 2018 года, п.п.

Рисунок 6
Динамика кривой ОФЗ в рамках Сценария 4



Источник: Bloomberg, оценки Газпромбанка

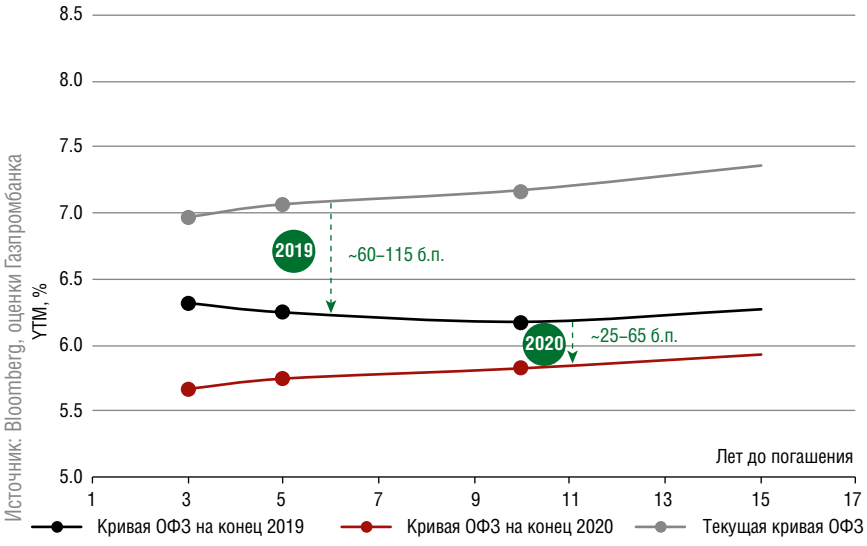


Рисунок 7
Динамика кривой ОФЗ в рамках оптимистичного сценария

ный вид. Однако ввиду сохранения спроса со стороны иностранных инвесторов спред 10-3 установится на низком уровне 10–20 б.п., что предполагает доходность ОФЗ 10л 5.7–5.95%. Доходность ОФЗ 5л устанавливается в середине диапазона 10-3, на уровне 5.65–5.85%.

РЕЗЮМЕ

В ближайшее время мы рекомендуем позиционироваться в длинном отрезке ОФЗ. Однако если читатель ожидает скорого перехода глобального настроения к risk-off, лучше встретить его в коротком участке ОФЗ, причем, в зависимости от ожиданий по глубине негативного движения, возможно единовременное занятие коротких позиций по 5–10-летним ОФЗ.

В 2020 году в большинстве сценариев мы предпочитаем короткие бумаги, которые будут более стабильны в условиях оттока нерезидентов. Длинные же ОФЗ обещают сравнительно более высокий совокупный доход в наиболее оптимистичном сценарии (Сценарий 5) либо в сценарии, подразумевающем задержку в смягчении ДКП по причине ухудшения глобальных настроений в 2П19 (Сценарий 2).

Примечание: *все расчеты выполнены исходя из котировок на закрытие дня 23 августа 2019 года.*

Cbonds congress

Наши конференции в 2019 году

II международная конференция «Рынок капитала Республики Узбекистан»
12 сентября, Ташкент

VIII конференция «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России»
19 сентября , Москва

XI Российский конгресс Private Equity
27 сентября, Москва

X конференция «Синдицированное кредитование в России и СНГ»
3 октября, Москва

II Italian Bond Congress
10 октября, Милан

V круглый стол «Инструменты финансовых рынков для корпоративного казначейства»
15 октября, Москва

X Российский M&A Конгресс
28 ноября, Москва

XVII Российский облигационный конгресс
5—6 декабря, Санкт-Петербург

www.cbonds-congress.com