Владимир ПАНТЮШИН,
начальник департамента анализа рыночной конъюнктуры, Газпромбанк

Андрей КУЛАКОВ,
CFA, FRM, исполнительный директор департамента анализа рыночной конъюнктуры, Газпромбанк

Стратегия инвестирования в облигации в условиях низких ставок

С начала года ЦБ РФ снизил ключевую ставку на 200 б. п., а доходность ОФЗ опускалась до рекордно низких значений. Все чаще высказываются мнения, что цикл смягчения денежно-кредитной политики завершен. Сохраняют ли локальные облигации привлекательность и какую стратегию позиционирования выбрать в условиях низких ставок?

Прежде чем переходить к прогнозам, подведем основные итоги на локальном долговом рынке за 7 месяцев 2020 года[1].

- Рынок госдолга быстро оправился от распродаж в феврале-марте. Доходность 3-летних ОФЗ с начала года снизилась примерно на 100 б. п., до 4.6–4.7%, доходность 10-летних ОФЗ опустилась до рекордных значений (5.9–6.0%), однако меньшими темпами (-40 б. п.). Это привело к расширению премии за срочность: спред 10-3 достиг максимума с 2014 года, 120–130 б. п.
- Снижение доходности на рынке ОФЗ произошло на фоне перехода ЦБ РФ к стимулирующей денежно-кредитной политике. С начала года регулятор снизил ставку на 200 б. п., до исторического минимума 4.25%.
- Иностранные инвесторы нарастили позиции в ОФЗ с начала года на 193 млрд рублей (что заметно ниже, чем за аналогичный период 2019 года — 794 млрд рублей), их доля консолидировалась на уровне 30%.
- Минфин за 7 месяцев 2020 года разместил рекордные 1.8 трлн рублей (+23% г/г). Вырос объем эмиссии и в корпоративном сегменте — за 7 месяцев 2020 года объем рыночных сделок составил 1.1 млрд рублей (+14% г/г).
- Кредитные премии расширились и сохраняются выше исторических средних значений: в сегменте BBB 100 б. п. (средний 60–70 б. п.), BB 150 б. п. (100–110 б. п.).

Переходя к прогнозам, разделим эту тему на две части — сравнительно короткие ставки (за которые мы принимаем 3-летние ОФЗ) и длинные (10-летние ОФЗ).

[1] Данные в статье приведены по состоянию на 7 августа 2020 года.

НА КОРОТКИЕ ОФЗ ПРОДОЛЖИТ ОКАЗЫВАТЬ ВЛИЯНИЕ ПОЛИТИКА ЦБ

По нашей оценке, цикл снижения ключевой ставки продолжится, хотя его потенциал во многом уже исчерпан. Наш прогноз по ключевой ставке на конец 2020 года — 4%, на конец 2021 года — 3.5%. В 2018–2020 годах доходность коротких ОФЗ опережала ключевую ставку в среднем примерно на 3 месяца. Однако в последнее время ОФЗ «отстали» от ключевой ставки, что, на наш взгляд, частично объясняется слабой летней активностью, но в основном — неуверенностью инвесторов относительно того, как долго ставка регулятора будет оставаться на низком уровне.

По нашей оценке, разворот политики ЦБ РФ в сторону повышения ставок может произойти не ранее середины 2022 года. Инвесторы в скором времени убедятся в удлиненном периоде мягкой политики ЦБ, и мы ожидаем, что доходность коротких бумаг достигнет 4.0–4.1% в 2020 году, а в 2021 году может опуститься ниже 4%.

УГОЛ НАКЛОНА КРИВОЙ ВЫРОС ДО МАКСИМАЛЬНЫХ ЗНАЧЕНИЙ ЗА 6 ЛЕТ

В последние месяцы вопрос угла наклона кривой приобрел актуальность. Действительно, после резкого повышения ключевой ставки в декабре 2014 года кривая ОФЗ имела инвертированный вид в 2015–2017 годах, а в 2018–2019 годах угол наклона кривой колебался в узком диапазоне 30–60 б. п. К настоящему моменту премия за срочность на российском рынке расширилась до 6-летнего максимума и составляет 120–130 б. п., а мнения банковских аналитиков относительно ее дальнейшей динамики разделились.

Для начала постараемся разобраться в причинах. На наш взгляд, основными служат продолжающееся смягчение денежно-кредитной политики и расширение объема заимствований вследствие увеличения дефицита бюджета. На короткие ставки влияние оказывает снижение ЦБ РФ ключевой ставки, в то время как на длинный отрезок кривой давит высокий уровень первичного предложения со стороны Минфина вкупе с сохраняющейся неопределенностью на мировых рынках.

Мы рассмотрели премии за срочность в других странах EM со схожими макропоказателями и сделали следующие выводы:

1) С начала года спред 10-3 в среднем по EM расширился примерно со 100 до 180–190 б. п.

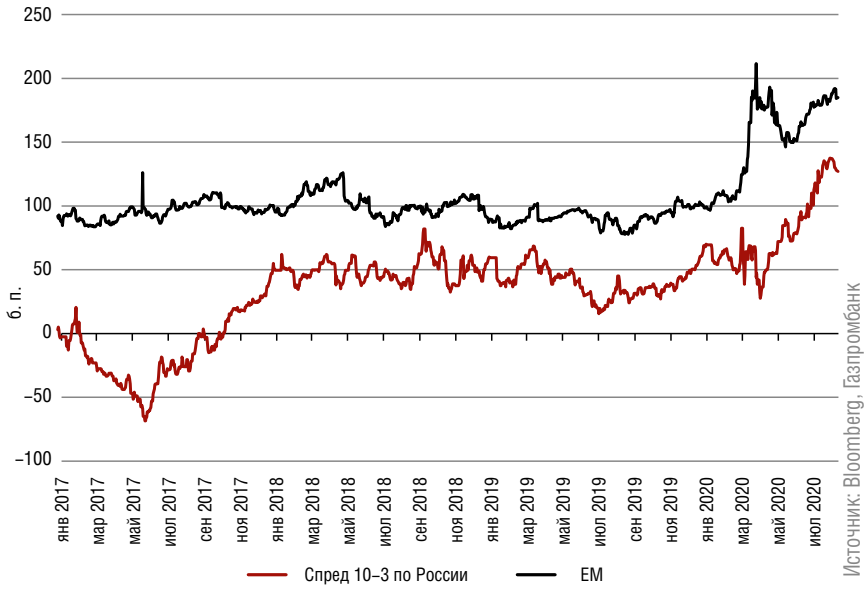


Рисунок 1
Динамика спреда 10-3 в России и в среднем в странах EM

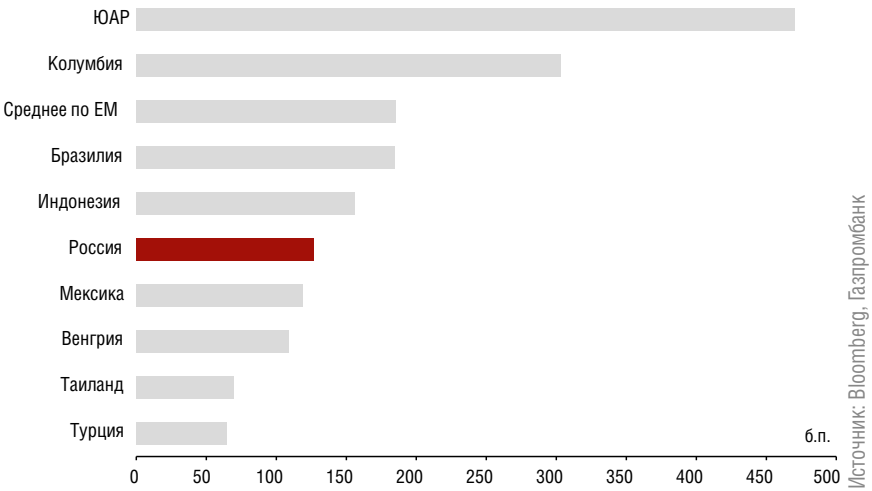
2) Относительно других стран EM премия за срочность в РФ (120–130 б. п.) сохраняется на сравнительно низком уровне.

3) Существует зависимость между ожидаемым балансом бюджета страны и спредом 10-3. В Бразилии и ЮАР, которые имеют наибольшие спреды 10-3, ожидается достаточно высокий дефицит бюджета. В странах с умеренным ожидаемым дефицитом (к которым относится и Россия) значение спреда составляет 100–150 б. п.

СУЩЕСТВЕННЫЙ ОБЪЕМ ПРЕДЛОЖЕНИЯ МИНФИНА БУДЕТ ДАВИТЬ НА РЫНОК

С точки зрения дальнейшей динамики спреда ОФЗ в пользу его сужения говорит прогнозируемая нами низкая инфляция, ожидание невысоких ставок на продолжительном горизонте, что в совокупности поддерживает спрос на дальнем отрезке кривой, как это было

Рисунок 2
Текущий спред 10-3 в России и в странах EM



ПО НАШЕЙ ОЦЕНКЕ, РАЗВОРОТ ПОЛИТИКИ ЦБ РФ В СТОРОНУ ПОВЫШЕНИЯ СТАВОК МОЖЕТ ПРОИЗОЙТИ НЕ РАНЕЕ СЕРЕДИНЫ 2022 ГОДА

в 2015–2019 годах. Однако на текущий момент этот спрос абсорбируется существенно возросшим первичным предложением Минфина, которое по итогам первого полугодия 2020 года было сконцентрировано на сроке 6–10 лет.

Министерство финансов оценивает дефицит бюджета в 2020 году примерно в 5 трлн рублей. Наша оценка немного отличается, но сопоставима — 4.8 трлн рублей. Для покрытия дефицита бюджета будут использоваться три основных источника: компенсация нефтегазовых доходов из ФНБ (около 0.3 трлн рублей), бюджетные остатки (около 1 трлн рублей), а основная часть придется на госдолг.

Минфин предусматривает расширение программы заимствований до 5 трлн рублей всего или 4 трлн рублей в чистом эквиваленте, что кратно выше заложенного в закон о бюджете значения (2.3 трлн рублей и 1.7 трлн рублей соответственно). За первые 7 месяцев 2020 года Минфин занял 1.8 трлн рублей. Таким образом, можно предположить, что до конца года ведомство постарается привлечь еще не менее 3 трлн рублей, что выглядит достаточно амбициозно. Это обеспечит высокий навес предложения — прежде всего в ОФЗ-ПД в связи с ограниченным желанием ведомства брать на себя процентный риск.

Мы считаем, что фактический объем заимствований будет меньше, и в этой связи хотели обратить внимание на следующие факторы:

- Объем программы заимствований — балансирующая величина в бюджете, и при его лучшем исполнении потребность в заимствованиях снижается.
- В предыдущие периоды исполнение плана по заимствованиям в среднем составляло 60–70%.
- Для исполнения бюджета у Минфина есть альтернатива заимствованиям — остатки прошлых периодов (около 1 трлн рублей) и средства в банках (около 2 трлн рублей).
- Часть средств ведомство может занять на внешних рынках. В прошлые периоды Минфин в среднем занимал ежегодно эквивалент $6 млрд. В этом году цифра может оказаться ниже ввиду ограничений на заимствования в долларах США.
- Возможно смещение предложения в сторону ОФЗ-ПК, что частично способно ослабить давление на доходности ОФЗ-ПД. Аукционы в июле-августе показали высокий спрос на ОФЗ-ПК.

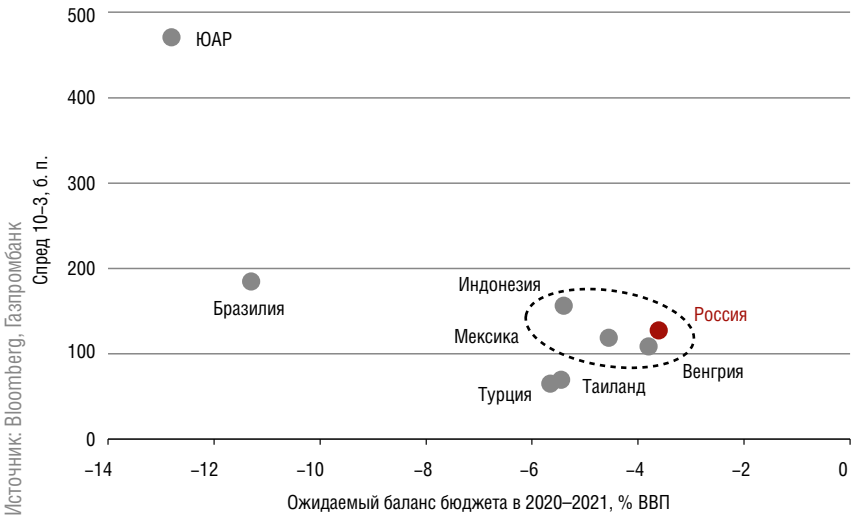
Отдельно отметим, что в 2021 году давление со стороны высокого объема первичного предложения, вероятно, сохранится. Исходя из нашего прогноза среднегодовой цены на нефть Urals в 2021 году $50, мы ожидаем дефицит бюджета 1.9 трлн рублей (1.7% ВВП). Он будет в основном профинансирован размещением госдолга. По нашей оценке, объем нетто-заимствований в 2021 году может оказаться выше на 0.5 трлн рублей относительно заложенного в 3-летний план значения 1.5 трлн и составит 2 трлн рублей.

СТОРОНА СПРОСА

Что касается спроса, мы проанализировали основные идентифицируемые группы инвесторов в ОФЗ. По нашей оценке, до конца года новый совокупный спрос на ОФЗ с фиксированным купоном может составить 1.4–1.6 трлн рублей. Основная доля придется на банки, часть — на иностранных инвесторов.

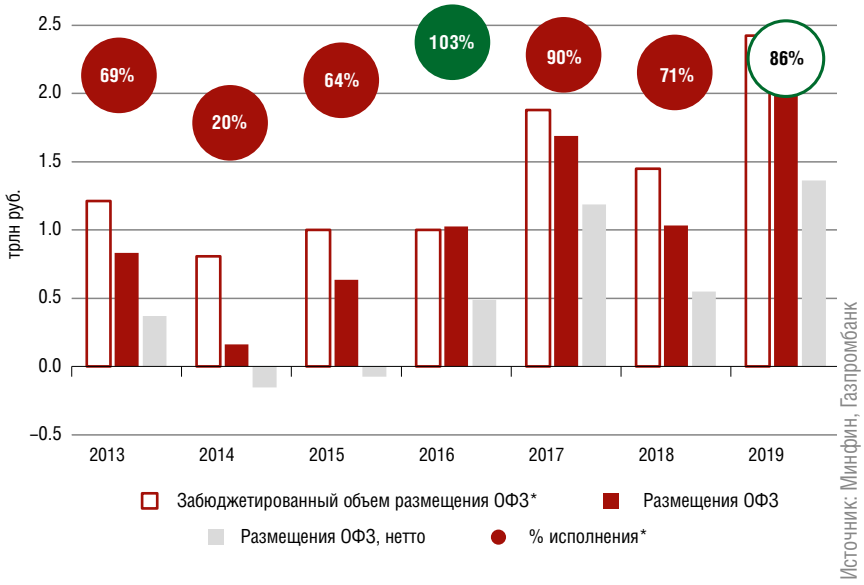
Высокий спрос банков на ОФЗ в 2020 году объясняется более высокой доходностью на регулятивный капитал. За 6 месяцев 2020 года банковский сектор заметно увеличил вложения в ОФЗ, сократив портфель корпоративных облигаций. До конца года, по нашей оценке, банки могут купить ОФЗ еще на 1.0–1.2 трлн рублей. Ограничений по капиталу и ресурсам для такого объема нет. Доходность на регулятивный капитал (RORAC) по ОФЗ сейчас выше, чем по корпоративным бондам, как на коротком (6 месяцев), так и длин-

Рисунок 3
Спред 10-3 России соответствует другим странам EM со схожими параметрами бюджета



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

ДЛЯ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ ОФЗ СОХРАНЯТ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ В УСЛОВИЯХ УЛЬТРАМЯГКОЙ ПОЛИТИКИ МИРОВЫХ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ И ВЫСОКОГО УРОВНЯ ЛИКВИДНОСТИ



Источник: Минфин, Газпромбанк

* В соответствии с первой принятой редакцией закона о бюджете.

Рисунок 4
В редкие годы план заимствований Минфина исполнялся полностью

ном (1.5 года) горизонте инвестирования. Основные причины — низкий риск-вес ОФЗ для расчета нормативов, стимулирующая ДКП, отсутствие кредитных рисков и высокий уровень ликвидности.

Для иностранных инвесторов ОФЗ сохранят привлекательность в условиях ультрамягкой политики мировых центральных банков и высокого уровня ликвидности. Среди локальных облигаций ЕМ ОФЗ все еще привлекательны как с точки зрения сохраняющегося потенциала снижения ставки, так и за счет валютного фактора — мы ожидаем укрепления валютного курса до 67.5 рубля за доллар к концу 2020 года и до 63–65 рублей за доллар к концу 2021 года по мере восстановления нефтяных котировок. Это в совокупности делает российский госдолг привлекательным в терминах общего дохода (TR) на горизонте второго полугодия 2020-го и 2021 года. По этой причине мы ожидаем притока иностранных инвестиций в ОФЗ на 200 млрд рублей во втором полугодии 2020 года.

РЕЗЮМЕ ПО ОФЗ

Так или иначе фактор высокого навеса предложения на горизонте 2020–2021 годов сохранится. Ввиду ожидаемого нами дисбаланса спроса и предложения мы рассчитываем увидеть дальнейшее расширение спреда 10-3 до 140–150 б. п. на конец 2020 года, при этом не исключаем, что наша цель по спреду на 2021 год 160 б. п. может быть достигнута уже в этом году. При достижении короткими бумагами уровня доходности 4.0–4.1% это предполагает, что 10-летние выпуски будут торговаться с доходностью 5.4–5.6%. С точки зрения длинных бумаг еще один фактор, на который стоит обратить внимание, это пересмотр ЦБ РФ нейтрального диапазона ставки, который теперь составляет 5–6% в номинальном исчислении. Наш прогноз по 10-летним ОФЗ как раз предполагает достижение середины этого диапазона.

С точки зрения стратегии позиционирования мы сохраняем консервативный подход и видим оптимальное соотношение баланса риска и доходности в 3–5-летних ОФЗ, совокупный доход по которым, согласно нашим оценкам, составит 3.1–4.1% до конца года. Несмотря на ожидаемое расширение спреда, прогнозируемый совокупный доход по 10-летним облигациям будет выше — 5%. Однако при этом значительно выше будет и принимаемый процентный риск (дюрация последних выше в 2.5 раза), что, на наш взгляд, нерационально в условиях неопределенности на глобальных рынках (риски «второй волны»), геополитических рисков (президентские выборы в США) и высокого навеса предложения со стороны Минфина.

КОРПОРАТИВНЫЕ ПРЕМИИ

Как мы отметили в начале статьи, после резкого падения рынка в марте корпоративные премии остаются сравнительно высокими: примерно 100 б. п. в сегменте BBB (против исторического среднего 60–70 б. п.) и примерно 150 б. п.в сегменте BB (против среднего 100–110 б. п.). Этому способствуют:

- опережающее снижение доходности более ликвидных ОФЗ и сохраняющаяся

НЕСМОТРЯ НА УХУДШЕНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ КОНЪЮНКТУРЫ, БОЛЬШИНСТВО ЭМИТЕНТОВ КАТЕГОРИЙ BBB И BB СОХРАНЯЮТ ВЫСОКОЕ КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО

ПО ПОКАЗАТЕЛЮ СОВОКУПНОГО ДОХОДА ИНСТРУМЕНТЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ В 2020 ГОДУ ВСЕ ЕЩЕ ВЫГЛЯДЯТ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНО

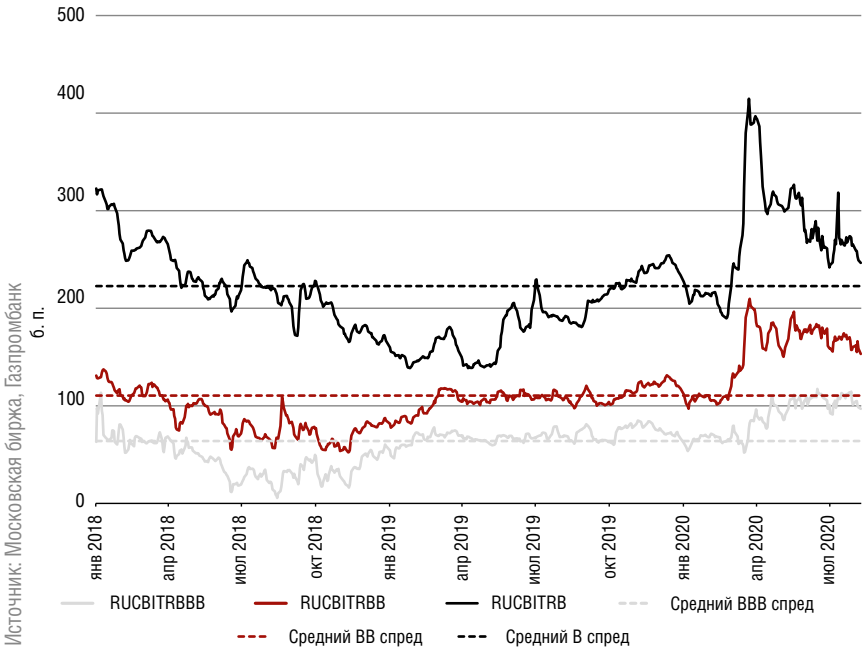
неопределенность на рынке. При развороте рынка и необходимости сокращения позиций сделать это в сегменте ОФЗ проще;

• существенный навес первичного предложения как со стороны Минфина, так и со стороны корпоративных заемщиков. Первый мы обсудили выше, а что касается корпоратов, то резкое снижение ставок подстегивает спрос на рефинансирование более дорогого долга (в том числе непубличного). Кроме того, за счет более существенного снижения ставок на локальном рынке, чем на рынке еврооблигаций, часть эмитентов вышла на локальный рынок с последующим свопом в доллары для финансирования долларовых обязательств;

• изменения в банковском регулировании. В конце 2018 года были введены поправки, которые переместили облигации с международными инвестиционными рейтингами из категории «низкий риск» в категорию «средний риск». На практике это значит, что средний риск-вес облигаций первого эшелона вырос более чем в 2 раза — с 58 до 139%. Это привело к размыванию дохода на экономический капитал (RORAC) и снизило привлекательность данных инструментов. При текущей величине спредов, даже с учетом роста корпоративных премий, для банков привлекательнее выглядят ОФЗ.

При этом важно отметить, что, несмотря на ухудшение экономической конъюнктуры, большинство эмитентов категорий BBB и BB сохраняют высокое кредитное качество и слабые риски снижения кредитного рейтинга.

Рисунок 5
Кредитные премии расширились



Источник: Московская биржа, Газпромбанк

Исторически для корпоративных премий хорошо работал принцип mean reverting, и после резких потрясений на рынке они в течение 4–8 месяцев восстанавливались к своим средним значениям. Мы ожидаем, что и в этот раз премии сегментов BBB и BB восстановятся к средним значениям.

Однако это может занять больше времени. Возвращение кредитных спредов к средним значениям может случиться к середине 2021 года — по мере того, как внимание банков начнет смещаться с сегмента ОФЗ из-за исчерпания потенциала снижения ключевой ставки и повышения рисков завершения стимулирующей политики ЦБ РФ, что будет способствовать сужению спредов к средним значениям.

ЧТО ДАЛЬШЕ

Можно резюмировать, что, несмотря на рекордно низкий уровень номинальных доходностей, по показателю совокупного дохода инструменты российского рынка облигаций в 2020 году все еще выглядят привлекательно.

С точки зрения локальной повестки на 2021 год на первый план выходят вопросы: где остановится ЦБ в цикле снижения ставки и когда ждать разворота в денежно-кредитной политике. Последнее время мы видим заметно возросший спрос на ОФЗ-ПК, что говорит о том, что инвесторы заинтересованы в снижении процентного риска, видимо, начиная закладывать в свои ожидания рост ставок. Подчеркнем еще раз, что мы не ждем смены курса регулятора до 2022 года. При этом важно отметить, что после недавнего пересмотра нейтрального диапазона ставки ЦБ РФ не придется значимо повышать ставки, чтобы его политика вновь стала нейтральной.

С точки зрения внешней повестки на следующий год, конечно же, стоит следить за тем, как долго базовые ставки будут оставаться низкими и есть ли риск разгона инфляции, прежде всего в США. Второй немаловажный фактор для российского рынка — насколько вероятна эскалация антироссийской риторики в обстановке президентских выборов и вернется ли санкционная тема на радары инвесторов.

Об этом и других актуальных факторах для российского долгового рынка мы будем рады поделиться своим мнением в последующих публикациях.