# Слишком много непредсказуемого[1]

**Сергей КОНЫГИН,**
старший экономист,
инвестиционный банк
«Синара»
(ПАО «СКБ-банк»)

**Александр АФОНИН,**
старший аналитик,
инвестиционный банк
«Синара»
(ПАО «СКБ-банк»)

Выбор успешной стратегии на рынке ОФЗ становится непростой задачей в условиях резко выросших геополитических рисков. Фактор непредсказуемой инфляции отходит на второй план. В статье мы представим свои взгляды на динамику инфляции в 2022 году, политику Минфина и ЦБ РФ, а также оценку воздействия различных геополитических рисков на рынок госдолга. Наиболее привлекательными нам представляются ОФЗ со сроком обращения 5–7 лет и фиксированной ставкой купона, премию в 75–100 б. п. за возросшие геополитические риски мы рассматриваем как подходящий момент для входа в рынок.

**Выбор успешной стратегии на рынке ОФЗ становится непростой задачей в условиях резко выросших геополитических рисков**

## ЧЕМУ НАУЧИЛ ИНВЕСТОРОВ ПРОШЛЫЙ ГОД

По итогам 2021 года фактические значения ключевой ставки и инфляции оказались гораздо выше изначальных ожиданий. Рост потребительских цен ускорился с 4.9% в 2020 году до невиданных уже много лет 8.4%. По уровню инфляции Россия заняла третье место среди стран с формирующимся рынком, пропустив вперед только Турцию и Бразилию. Скачок индекса потребительских цен (ИПЦ) обусловлен подорожанием широкого круга товаров и услуг. Как показывает Рисунок 1, отклонение от целевого показателя инфляции (4%) только увеличилось в IV квартале 2021 года. Месячные показатели инфляции вдвое превышали цифры, которые могли бы дать 4% за весь год.

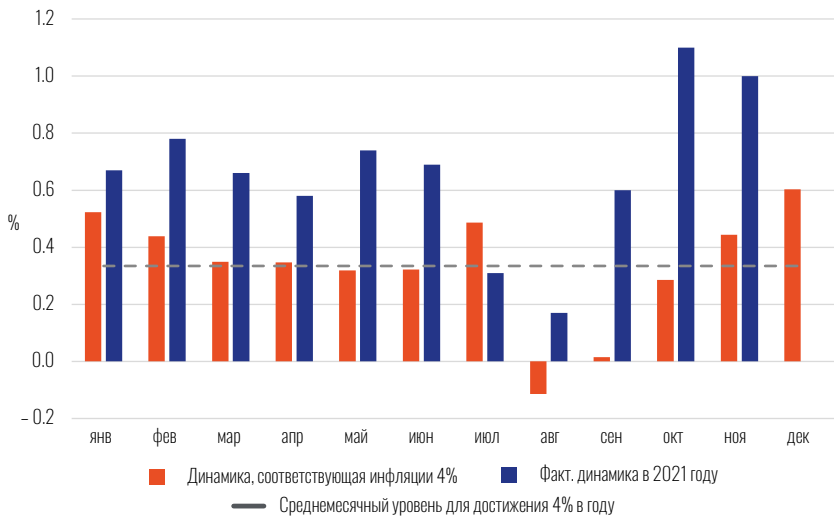
Основной причиной широкомасштабного всплеска послужил отложенный потребительский спрос, мощный рост которого превышал способности производителей наращивать выпуск. Растущие издержки в сельском хозяйстве и пищевой промышленности (затраты на основное сырье и материалы, транспортировку и упаковку) привели к повышению конечных цен на многие товары. Другим существенным фактором стал глобальный рост цен на продовольствие: рассчитываемый Продовольственной и сельскохозяйственной организацией Объединенных Наций индекс цен на продукты питания составлял в декабре в среднем 133.7 пункта, на 0.9 п. п. ниже ноября, но все еще на 23.1 п. п. выше декабря 2020 года.

В условиях резко ускорившегося роста цен Банку России пришлось действовать на упреждение, повышая ставку с рекордно низкого значения 4.25% до 8.5% уже в декабре прошлого года. Степень ужесточения денежно-кредитной политики (ДКП) можно оценить в реальном выражении, что сейчас представляется более надежным индикатором. На Рисунке 2 показано, что реальная

[1] Статья написана до февральского заседания Совета директоров ЦБ и повышения ключевой ставки до 9.5%.

**Рисунок 1**
Инфляция в IV квартале, намного превышающая целевой показатель 4%

Источники: Банк России, ИБ «Синара»




ставка в России перешла в область положительных значений только после последнего повышения ставки ЦБ РФ. Это означает, что даже сейчас политика процентных ставок недостаточно жесткая, чтобы снизить инфляцию. Текущий момент можно сравнить с периодом IV квартала 2015 года — первой половиной 2016 года, когда ключевая ставка Банка России подбиралась к 10%, а реальная ставка достигала 2–3%. Такими действиями регулятору удалось обуздать инфляцию и снизить ее уровень примерно до 4% в 2017 году. Таким образом, в 2022 году потребуется снова повышать ставку.

В результате неоднократного пересмотра ставки в прошлом году инвесторы в ОФЗ понесли существенные потери, недооценив возможный рост инфляции и его воздействие на долговой рынок. Доходности взлетели на 400–500 б. п. в сегменте обязательств со сроком обращения до пяти лет и на 150–300 б. п. в сегменте более долгосрочных обязательств. Котировки пятилетних гособлигаций снизились примерно на 15%, на длинном участке кривой снижение составило порядка 20%.

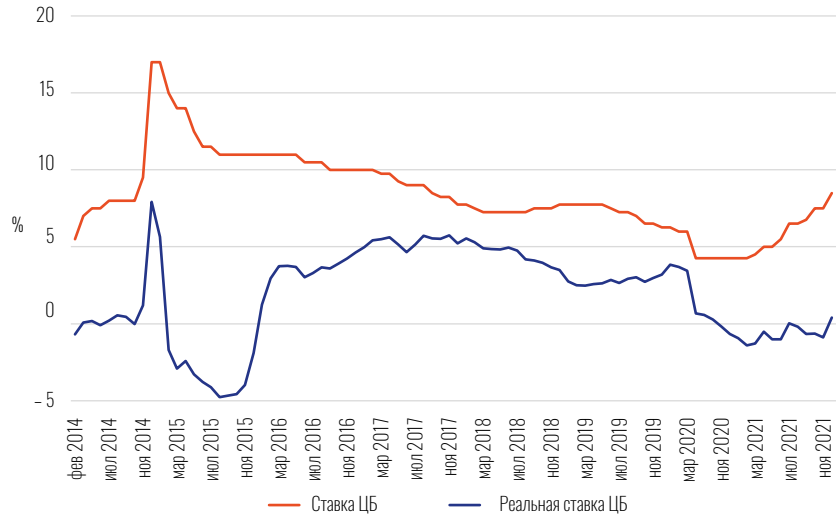
## В 2022 ГОДУ ИНФЛЯЦИЯ ОСТАНЕТСЯ ВЫШЕ 8.5%

Прошлый год научил аналитиков не надеяться на быстрое снижение инфляции. Наш прогноз по инфляции на 2022 год предполагает, что месячное повышение цен не превзойдет средних темпов 2021 года. В рамках базового сценария прирост ИПЦ в ближайшие месяцы останется в районе 1% в месяц, что в годовом выражении эквивалентно росту на 8.7%. Мы также показываем на Рисунке 3 определенный диапазон отклонения годовой инфляции. В базовом сценарии мы предполагаем, что инфляция замедлится только ближе к концу года, а бóльшую часть 2022 года останется около многолетних максимумов. К IV кварталу 2022 года мы прогнозируем снижение уровня инфляции до 6%. Напоминаем инвесторам о необходимости осторожной оценки текущих прогнозов, после того

**Рисунок 2**
Реальная ставка, ставшая в декабре положительной впервые за многие годы*

Источники: Банк России, ИБ «Синара»

* Реальная ставка рассчитывается по текущей годовой инфляции



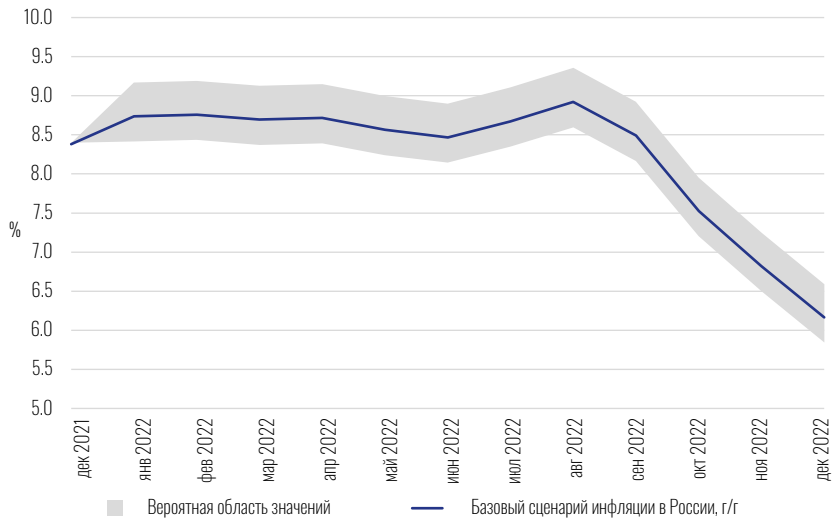



**Рисунок 3**
Ожидаемое снижение инфляции примерно до 6% в декабре 2022 года

Источник: ИБ «Синара»

**В результате неоднократного пересмотра ставки в прошлом году инвесторы в ОФЗ понесли существенные потери, недооценив возможный рост инфляции и его воздействие на долговой рынок**

как прошлый год показал, насколько ошибочными могут оказаться расчеты, сделанные в начале года.

Регулятор продолжит ужесточение ДКП в ответ на скачок цен. На 2022 год запланировано восемь заседаний совета директоров Банка России, включая четыре опорных, когда публикуются основные макроэкономические прогнозы. Ближайшее такое заседание пройдет в феврале, как мы предполагаем, оно завершится повышением и процентной ставки, и прогноза по инфляции. Чтобы сбить инфляцию до 4%, понадобится вдвое замедлить месячный рост цен, что сейчас представляется маловероятным. Регулятор, как мы ожидаем, поднимет ставку на 50 или даже на 100 б. п., до терминального уровня 9.5%. По нашему мнению, такого повышения достаточно, чтобы ДКП стала достаточно жесткой для противодействия инфляции и вместе с тем не препятствовала бы экономическому росту. Реальная ставка постепенно пойдет вверх, означая ужесточение монетарных условий. Вместе с тем Банк России вряд ли сохранит ставку на максимальном уровне в течение длительного времени, так как в противном случае рискует сильно затормозить экономический рост. В этом свете мы видим некоторые перспективы небольшого понижения ставки в конце года.

## ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ СЛАБОПРЕДСКАЗУЕМЫЕ ФАКТОРЫ РИСКА ДЛЯ РЫНКА ОФЗ

Мы никак не можем обойти сегодняшние очень высокие риски в сфере геополитики, которые представляют собой еще один фактор предсказуемого ослабления долгового рынка. В IV квартале 2022 года иностранные инвесторы из-за ухудшения отношений между Россией и странами Запада уже продали ОФЗ на сумму 300 млрд рублей, произошел максимальный отток средств нерезидентов с 2018 года. Как никогда за многие годы высоки риски введения новых санкций, если посмотреть на динамику рубля и кредитно-дефолтных свопов, которые сейчас очень далеки от справедливых для России значений при таких высоких ценах на энергоносители.

### Новые ограничения в отношении госдолга

Как показало начало этого года, российский рынок сейчас чрезмерно восприимчив к геополитическим рискам. С нашей точки зрения, их влияние на рынок нельзя переоценить. В конце декабря 2021 года — начале января 2022 года доходности российских

| Дата заседания | Ключевая ставка, % | Реальная ключевая ставка (с корректировкой на инфляцию), %* |
|---|---|---|
| 11 февраля (опорное) | 9.0–9.5 | 0.6 |
| 18 марта | 9.5 | 1.2 |
| 29 апреля (опорное) | 9.5 | 1.2 |
| 10 июня | 9.5 | 1.5 |
| 22 июля (опорное) | 9.5 | 1.3 |
| 16 сентября | 9.5 | 1.4 |
| 28 октября (опорное) | 9.0 | 1.9 |
| 16 декабря | 8.5 | 2.8 |

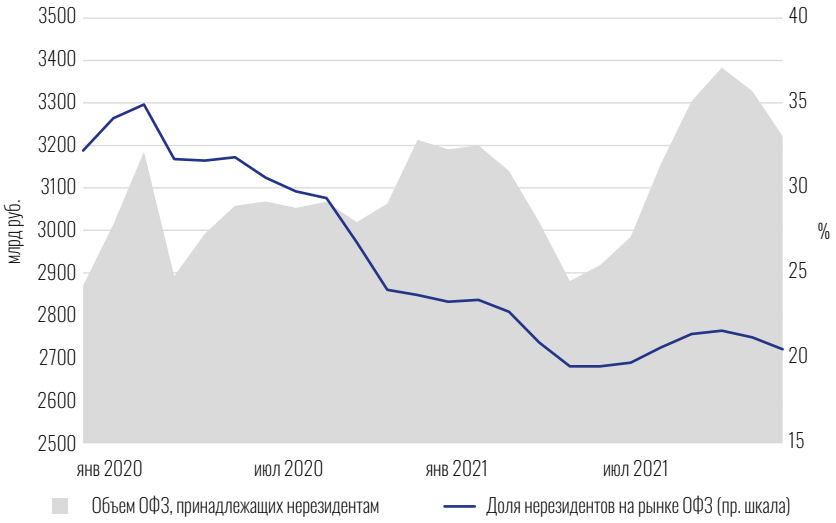
**Таблица 1**
Наш прогноз траектории ставки ЦБ РФ, означающий проведение жесткой политики в 2022 году

Источники: Банк России, ИБ «Синара»

* Для расчета реальных ставок мы используем показатель годовой инфляции, что представляется оправданным в сложившихся условиях.

**Рисунок 4**
Доля нерезидентов в ОФЗ сократилась в основном в связи с ростом рынка в абсолютном выражении

Источники: Банк России, ИБ «Синара»




бумаг взлетели не столько в связи с опасениями относительно инфляции, сколько в связи с напряженными переговорами между Россией и НАТО относительно текущей ситуации на Украине. Масла в огонь подлили и американские сенаторы, которые вспомнили о возможности ужесточить антироссийские санкции. По нашим оценкам, премия по доходности ОФЗ за возросший геополитический риск сейчас составляет 75–100 б. п. Ситуация улучшится по мере ослабления напряженности в отношениях между сторонами.

Напомним, что с 14 июня 2021 года на вложения в российский госдолг действуют ограничения. Так, американские финансовые организации (банки, брокеры, инвестиционные компании) не имеют права участвовать в первичном размещении облигаций Минфина России и ЦБ РФ вне зависимости от валюты выпуска. Это ограничение распространяется на бумаги, выпущенные после 14 июня. Запрет не относится ко вторичному рынку, на котором американским финансовым организациям разрешено покупать российские гособлигации.

Потенциальное введение ограничений в отношении вторичного рынка ОФЗ представляет умеренные риски. При таком развитии событий основную часть нового оттока средств из ОФЗ могут спровоцировать американские игроки, которые владеют бумагами на сумму примерно $15 млрд[1] из $210 млрд (весь объем рынка ОФЗ), что кажется умеренной суммой. Продажи в таком объеме сдвинут кривую на 100–200 б. п. Поддержку долговому рынку могут оказать Минфин России и ЦБ РФ посредством перехода к размещению обязательств с плавающей ставкой для программы заимствований Минфина России, как уже происходило в 2020 году (тогда их основными покупателями стали российские банки).

В случае введения новых санкций на рынке могут сформироваться две кривые доходности: одна — относящаяся к «старым», досанкционным бумагам, другая — к новым, на которые уже распространятся санкции. Нерезиденты продолжат покупать бумаги «старого» вида, тогда как местные инвесторы получат на выбор «старые» обязательства и «новые» бумаги. В связи с разницей между категориями инвесторов кривые станут по-разному

**Инвесторам необходимо осторожно оценивать текущие прогнозы, ведь 2021-й показал, насколько ошибочными могут оказаться расчеты, сделанные в начале года**

[1] Наше предположение основано на разбивке по странам по состоянию на апрель 2021 года (самая актуальная официальная информация), в то время как Минфин США показывает близкие к этому уровню значения по состоянию на ноябрь 2021 года.

**Таблица 2**
Разбивка вложений нерезидентов в ОФЗ по странам по состоянию на 1 апреля 2021 года

Источник: Банк России

| | Доля, % | Вложения, млрд рублей |
|---|---|---|
| **Всего** | **100** | **2806** |
| США | 40 | 1113 |
| Великобритания | 27 | 762 |
| Бельгия | 7 | 209 |
| Сингапур | 7 | 207 |
| Люксембург | 5 | 142 |
| Китай | 4 | 120 |
| Германия | 2 | 63 |
| Прочие страны | 8 | 191 |

реагировать на внешнеполитические факторы, при этом у российских инвесторов появятся возможности для арбитража, что компенсирует различия.

**Резкий рост базовых ставок по всему миру**

Более резкий рост базовых ставок создает угрозу для доходности ОФЗ. Консенсус-прогноз роста ставок ФРС США предполагает, что они увеличатся в этом году три или четыре раза, до уровня около 1%, что эквивалентно доходности казначейских облигаций США (2%). Мы полагаем, что к концу года ставку повысят более радикально, до уровня как минимум 1.5%. Дальнейшее ужесточение ДКП в США связано со стабильно высокой инфляцией и улучшением ситуации на рынке труда. Темпы роста безработицы в США упали ниже 4% впервые с начала пандемии. Подробнее о наших прогнозах относительно американской экономики смотрите публикацию «Акции США в 2022 году: кто выиграет от повышения ставок?» от 21 января на сайте Investfunds (https://investfunds.ru/analytics/288249/download/).

В соответствии с нашей регрессионной моделью зависимости доходности казначейских облигаций США и ОФЗ от ставки ФРС США и на основании помесячных данных за 10 лет получаем следующее: рост базовой ставки на 1% приводит к увеличению доходности гособлигаций США примерно на 0.4 п. п. При этом рост доходности казначейских облигаций США на 1% приводит к увеличению доходности ОФЗ примерно на 0.8 п. п. Модель показала, что динамика котировок казначейских облигаций оказалась даже более существенным фактором для ОФЗ, чем, например, ускорение российской инфляции или курс USD/RUB.

С нашей точки зрения, в случае улучшения геополитической ситуации не стоит ожидать существенного снижения доходности ОФЗ: геополитическая премия к ним может сократиться, но на доходность способен повлиять такой фактор, как рост базовых ставок в мире.

**Рост инфляции в РФ до двухзначных чисел**

Нам кажется маловероятным, что инфляция вырастет до двузначных чисел. Чтобы достичь показателя свыше 10% г/г, с технической точки зрения ей необходимо ускориться и стабилизироваться на уровне 1.0–1.5% (выше среднемесячных значений 2021 года) в течение более чем трех месяцев подряд.

Ключевая ставка выше 10% может ударить по рынкам, если рассматривать ее как смену подхода к ДКП — как воплощение инфляционного сценария Банка России. Если он реализует такую политику, длинная часть кривой ОФЗ, скорее всего, существенно сместится вверх. Банк России неоднократно повторял, что стабильные ставки — гарантия доверия рынка регулятору. Мы считаем, что Банк России постарается не повышать ключевую ставку до двузначных чисел. При таком положении дел наиболее безопасными станут вложения в краткосрочные ОФЗ и повторное инвестирование, по мере погашения бумаг, в краткосрочные облигации, пока ситуация не наладится. Еще один вариант — облигации с переменным, плавающим купоном, которые продемонстрировали достаточно хорошую динамику в прошлом году при росте ключевой ставки. Но в нашем базовом сценарии мы не рассматриваем эти бумаги как привлекательные.

## БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА МИНФИНА РОССИИ ОСТАНЕТСЯ ГИБКОЙ

Объем предложения госдолга со стороны Минфина также влияет на цены ОФЗ. Минфин России планирует размещения на 3.26 трлн рублей гросс (2.2 трлн рублей нетто). Параметры бюджета основаны на достаточно консервативных макроэкономических допущениях. Минфин при расчете бюджетных параметров опирается на среднегодовую цену на нефть на уровне $62.2/барр. при курсе USD/RUB 72.1.

На программу заимствований напрямую влияет курс рубля. Объем размещений госдолга определяется разницей между базовыми нефтегазовыми доходами бюджета, ненефтегазовыми доходами и расходами. Курс рубля влияет на базовые нефтегазовые доходы (до цены отсечения $44.2 за баррель): при ослаблении российской валюты они растут, снижая объем необходимых заимствований.

Таким образом, при снижении курса рубля сокращается объем необходимых размещений ОФЗ. По нашим расчетам, верхний предел размещений ОФЗ при курсе USD/RUB 71 и среднегодовой цене на нефть $70/барр. окажется близок к официальному прогнозу. Вместе с тем при сохранении крайне высоких цен на нефть в сочетании со слабым рублем потребность в заимствованиях может сократиться на треть по отношению к плану. Мы считаем, что изменение курса на один рубль эквивалентно изменению объема размещений ОФЗ на 85 млрд рублей в годовом эквиваленте.

У Минфина России есть возможность следовать гибкой долговой политике в течение этого года и при необходимости откладывать новые размещения на более поздний срок. Мы не ожидаем, что предложение госдолга окажет давление на кривую доходности ОФЗ. Стратегия министерства в отношении аукционов окажется близкой к той, что была в 2021 году. С учетом снижения темпов инфляции в конце 2022 года мы прогнозируем, что Минфин станет более активно размещать ОФЗ во второй половине 2022 года.

## ЧТО ДЕЛАТЬ ИНВЕСТОРАМ В ОФЗ?

Геополитический ландшафт, который резко изменился в последние недели, и непредсказуемая реакция

**Таблица 3**

Официальный прогноз Минфина РФ и наши оценки бюджета на 2022 год

Источники: Минфин РФ, ИБ «Синара»

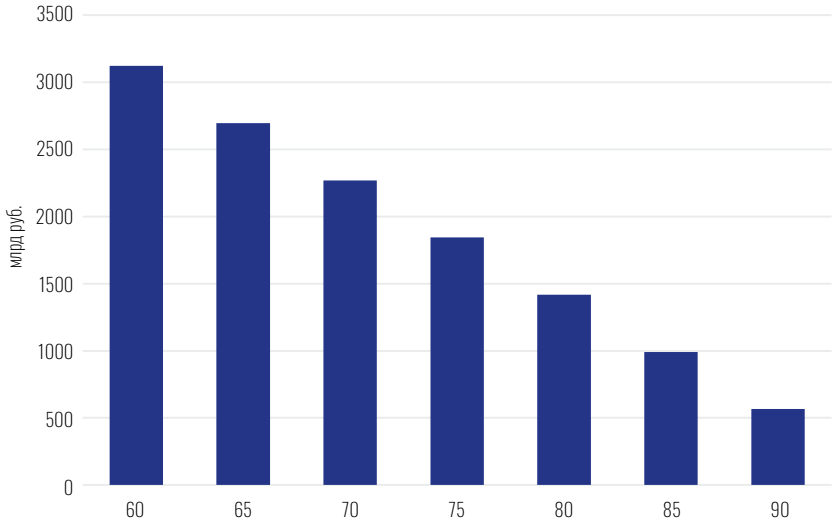
| | План Минфина РФ | Наш базовый сценарий | При текущих курсе и цене нефти |
|---|---|---|---|
| Баланс бюджета, трлн рублей** | –1.3 | –1.8 | –4.3 |
| **Источники финансирования:** | | | |
| Фонд национального благосостояния, трлн рублей | –3.4 | –3.8 | –5.6 |
| Внутренний госдолг (нетто), трлн рублей | 2.2 | 2.1 | 1.4 |
| Прочее, трлн рублей | –0.1 | –0.1 | –0.1 |
| **Условия:** | | | |
| Курс USD/рублей | 72.1 | 71.0 | 80.0 |
| Цена на нефть Urals, $/барр. | 62.2 | 70.0 | 85.0 |
| Базовая цена нефти, $/барр.* | 44.2 | 44.2 | 44.2 |

* Цена на нефть, при превышении которой все нефтегазовые доходы направляются в Фонд национального благосостояния.

** Отрицательный баланс бюджета означает его профицит.

**Рисунок 5**
Зависимость объема размещения ОФЗ от курса USD/RUB

Источники: Банк России, ИБ «Синара»




политиков на текущие события затрудняют прогнозирование, поэтому мы даем рыночные рекомендации только до конца первой половины 2022 года.

В начале января доходности ОФЗ забрались довольно высоко на фоне резкого обострения геополитической ситуации. По нашему мнению, в доходности сейчас заложена дополнительная премия в размере 75–100 б. п., которая послужит буфером на случай дальнейшего повышения ставки ЦБ РФ, и это ограничивает потенциал снижения котировок облигаций. Если инфляция останется стабильно высокой, нам представляется целесообразным занять позиции в ОФЗ со сроком обращения в 5–7 лет и фиксированным купоном, которые сейчас торгуются с доходностью 9.8–9.9% годовых. Риски снижения в рамках базового сценария носят, на наш взгляд, ограниченный характер, тогда как возможность зафиксировать на длительный период доходность на адекватном уровне представляется привлекательной.

Риск дальнейшего роста ставок можно нейтрализовать посредством включения в портфель краткосрочных обязательств, а высвобождающиеся по мере их погашения средства можно реинвестировать в более длинные выпуски. Как мы полагаем, обязательства, привязанные к инфляции, и бумаги с плавающей ставкой купона, показавшие в прошлом году хорошие результаты, уже не так актуальны. Кроме того, такие инструменты существенно проигрывают по ликвидности бумагам с постоянным купоном.

---

Настоящий материал подготовлен ПАО «СКБ-банк» исключительно в информационных целях. Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Суждения о ценных бумагах и производных финансовых инструментах, содержащиеся в настоящем материале, носят предположительный характер и не могут рассматриваться или быть использованы в качестве предложения или побуждения сделать заявку на покупку или продажу, вложение в ценные бумаги или другие финансовые инструменты, выражены с учетом ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событий на дату выхода материала без обязательства их последующего обновления.

**Таблица 4**
Наши фавориты среди ОФЗ

Источники: Cbonds, ИБ «Синара»

| Выпуск | ISIN | Ставка купона, % | Дата погашения | Цена, % от номинала | Доходность к погашению, % | Дюрация, год |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Россия 26229 | RU000A100EG3 | 7.15 | 12.11.2025 | 92.15 | 9.91 | 3.35 |
| Россия 26226 | RU000A0ZZYW2 | 7.95 | 07.10.2026 | 93.74 | 9.86 | 3.92 |
| Россия 26212 | RU000A0JTK38 | 7.05 | 19.01.2028 | 88.30 | 9.93 | 4.75 |
| Россия 26236 | RU000A102BT8 | 5.70 | 17.05.2028 | 81.74 | 9.86 | 5.24 |
| Россия 26237 | RU000A1038Z7 | 6.70 | 14.03.2029 | 85.15 | 9.89 | 5.54 |

**Таблица 5**
Прогноз процентных ставок на конец периода

Источники: Cbonds, ИБ «Синара»

| | 2021, % | 1П2022, % |
|---|---|---|
| Ключевая ставка | 8.5 | 9.5 |
| ИПЦ (г/г) | 8.4 | 8.5 |
| ОФЗ со сроком погашения: | | |
| 2 года | 8.35 | 9.5 |
| 5 лет | 8.44 | 9.5 |
| 7 лет | 8.45 | 9.5 |
| 10 лет | 8.44 | 9.4 |