Купить ОФЗ нельзя ждать: где же поставить запятую?

Дмитрий ПОЛЕВОЙ,
директор по инвестициям,
«Локо-Инвест»

Экономический ландшафт этого года оказался намного приятнее, чем ожидалось в его начале. Но последние события вновь заставляют гадать, каким будет следующий год. Мы обновили свои оценки, которые согласуются с официальными в части инфляции и относительной стабильности курса, но они более сдержанны по экономике. Риск повышения ставки ЦБ в 2023 году существует, но это не базовый сценарий. Удивившая многих тактика Минфина на аукционах в ноябре повысила ставки ОФЗ, но это открывает возможности для терпеливых инвесторов.

Эффективные и своевременные действия ЦБ и правительства, отрепетированные в пандемию, вкупе с высокими экспортными доходами и возросшими военными расходами удержали экономику от глубокого спада

ВЗГЛЯД НАЗАД, В АПРЕЛЬ

Публичная аналитика прекрасна и коварна одновременно. Прекрасна потому, что, оказавшись правым, можно с гордостью сослаться на «бумагу», ведь она «не врет». Но здесь же кроется и опасность: за любые ошибки и просчеты перед читателем придется объясняться. Поэтому облегчу читателю задачу, вспомнив апрельские пророчества по экономике и рынкам.

Как и ожидалось, «иранизации» РФ после санкций не случилось. Российское сырье по-прежнему востребовано за рубежом, а инициаторы санкций просят бизнес/банки быть смелее и торговать/платить, где разрешено. Ограничения на экспорт / стоимость нефти из РФ непонятно как начнут имплементировать. Издержки от санкций для многих оказались высокими, даже слишком высокими, чтобы одномоментно и полностью изолировать РФ. Кто-то из иностранных компаний окончательно ушел, кто-то вышел с надеждой вернуться. Впрочем, обольщаться не стоит — Иран тоже устоял под натиском многолетних санкций, но экономически безнадежно отстал от внешнего мира. С политической точки зрения также есть вопросы в свете недавних событий и протестов.

Санкции будут разъедать российскую экономику постепенно, требуя все бóльших ресурсов на сокращение технологического отставания от остальных конкурентов, и не только «недружественных». Да, прогноз двузначного падения ВВП не оправдался, здесь мы ошиблись вместе со многими коллегами. Эффективные и своевременные действия ЦБ и правительства, отрепетированные в пандемию, вкупе с высокими экспортными доходами и возросшими военными расходами удержали экономику от глубокого спада. И для россиян это неплохо.

Но и летне-осенний оптимизм оказался недолгим. Снизить за последние 5–10 лет чрезмерную импортозависимость

(снова) не получилось. Теперь приходится выживать на сформированных изначально запасах и параллельном импорте, но для многих позиций вне потребительского сектора он активно не заработал. Экспортерам пришлось перестраивать логистику и столкнуться с суровой реальностью возросших транспортных расходов сверх и так резко подорожавшей в пандемийные годы логистики. Ну а последние мобилизационные решения и дальнейший крен в эту сторону окончательно смещают дискуссию в сторону перспектив-2023 и масштабов сокращения экономического и человеческого потенциала при его и так невысоком росте.

Апрельский прогноз профицита текущего счета $195–245 млрд на 2022 год полностью актуален. На его основе мы тогда предположили, что максимумы для рубля будут вблизи 45–55/USD (в июле достигали 50.00), а факторы для его существенного ослабления вряд ли найдутся. Бюджетные аргументы — слабый рубль нужен казне — активно обсуждались летом, но затем полностью ушли «с радаров», когда стала понятна бесперспективность и нереализуемость (в текущих реалиях) планов запуска нового бюджетного правила. Прогнозный диапазон доходов федерального бюджета в 25.5–30.0 трлн рублей удачно вобрал в себя текущий план в 27.7 трлн, но более значимый объем расходов дал увеличение дефицита. Последний фактор остается основным инфляционным риском, но фактический рост цен в 12–12.5% будет вдвое ниже апрельского прогноза 21–23%. Поэтому ставка ЦБ в 7.5% оказалась ниже исходных ожиданий 11–12%, но прогноз снижения доходностей ОФЗ до 8–9% с 10%+ полностью отработал, хотя сейчас все снова вернулось к 10%+.

2023-Й И ВОЗМОЖНЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ЛАНДШАФТ

Но что будет дальше? Минэкономики обещает спад ВВП на 0.8%, прогноз ЦБ (–1–4%) и последний консенсус (–2.1%) дают более пессимистичную картину. Наш диапазон оценок, охватывающий **базовый и консервативный сценарии,** составляет от (–1.1%) до (–3.5%).

Старт ограничений на экспорт нефти и нефтепродуктов из РФ в декабре — важный фактор неопределенности для оценки объемов. Их небольшое снижение по нефти может сопровождаться более значительным по нефтепродуктам, плюс газовые поставки в ЕС останутся близки к минимальным. Поэтому нефтегазовый экспорт в физическом выражении в 2023 году может потерять от 8% до 14% после –10–11% в этом году. Но благодаря восстановлению ненефтегазового экспорта (товары и услуги) общий спад экспорта снизится с 11% до 6–9%.

Потребительский спрос может оставаться подавленным в условиях сокращения реального фонда оплаты труда и других доходов вне социальных выплат. Поэтому реальные доходы в базовом сценарии могут почти стагнировать, а в пессимистичном — продолжат падать на 1.5–2.5%. Кредитование вряд ли сильно поможет — отказ от сберегательной модели не будет резким и быстрым, а возможности бюджета повышать социальные выплаты при возросших запросах вряд ли будут большими. Из-за переноса индексации тарифов с июля 2023 года на декабрь 2022 года повышение соцвыплат в 1П23 по инфляции этого года их оптически поддержит.

Более интересна история с инвестициями. Казалось, они должны обвалиться сильнее всего, но за 1П22 — рост на 7.8%, пусть и со снижением во 2К22 до 4.1%. Структура роста говорит о стабильных инвестициях частного сектора и ускорении роста по госинвестициям. Но нужно понимать, что это, возможно, не столько инвестиции, сколько рост расходов на военную технику, учитываемых в инвестициях. В 2023 году на готовности частного сектора инвестировать в полной мере скажется высокая неопределенность и произошедшее ужесточение финансовых условий (как ценовых, так и неценовых), а также развернувшийся тренд по прибыли после инерционного роста в 1–3К22. Госинвестиции через оборонку — это непроизводительные расходы, дающие минимальное улучшение экономического средне/долгосрочного потенциала, пусть здесь и сейчас они позитивны для экономической динамики. Поэтому по инвестициям ждем от (–4%) до (–6%).

Импорт, своим возможным снижением в 2022-м на 14–15% сильно улучшивший показатели ВВП, при наших ожиданиях по внутреннему спросу может сократиться еще на 4–8%, ухудшив свой вклад.

А ДОЛЛАР/РУБЛЬ И ИНФЛЯЦИЯ РАЗВЕРНУТСЯ ВВЕРХ?

В течение года мы допускали, что траектория ослабления рубля к концу года (65–70/USD) будет не такой крутой, как многие пророчили на рынке и желали видеть в правительстве (75–85/USD). Слом этих ожиданий стартовал с конца лета и закрепился в сентябре, когда волна санкционных страхов ненадолго «окунула» доллар ниже 52.0 к рублю в последний день сентября. Как видно на Рисунке 1, отношение населения к перспективам рубля как раз с августа стабильно улучшалось до уровней, когда число оптимистов превысило количество пессимистов.

Оценивая рубль через параметры платежного баланса (в рамках уже знакомых читателю двух сценариев), смотрим на две траектории цен на нефть. Первая — Brent по US$90–95/брл с дисконтом Urals в 25%. Вторая — Brent по US$60/брл в следующем году, что соответствует озвучиваемым в последние недели предложениям по ограничению стоимости нефти из РФ. Важная вводная и цены на газ: потеря большей части рынка ЕС в 2022-м с лихвой компенсирована ценами. Сейчас цены снижаются из-за заполнения хранилищ почти на 100%. Но газ потребуется в следующем отопительном сезоне, поэтому в 2023-м цены на газ могут быть сопоставим с уровнями этого года (US$800–1000/тыс. м^3). Да, часть поставляемого газа (в Китай, страны СНГ и частично в Турцию) имеет привязку к нефтяной корзине или более низкую базовую цену с привязкой к споту, но даже с учетом этого дорогой газ на мировом рынке будет частично компенсировать потерю объемов.

В 2023-м профицит текущего счета может сложиться в широком диапазоне: от US$110–130 млрд в консервативном варианте до US$180–190 млрд в базовом. При довольно сбалансированных предположениях о динамике финансового счета (сдержанный спрос населения, меньшие погашения внешнего долга и status quo по валютным ограничениям) это предполагает ослабление рубля до 67–75/USD и 63–67/USD в течение 2023-го против 68.7 в 2022-м.

При таком профиле курса рубля в следующем году его влияние на инфляцию будет почти нейтральным или чуть позитивным (сдерживая рост цен). Бизнесу, вероятно, придется смещать свои ожидания по валюте ниже и вслед за ними более сдержанно устанавливать цены, что будет частично нивелировать влияние подорожавшей логистики и бюджетного стимулирования. Последнее по своим масштабам (в части бюджетного импульса в 2022-м) будет сопоставимо с пандемийным 2020-м, на фоне которого инфляция уверенно росла. Но сейчас поведение населения будет более осторожным, что, по нашему мнению, удержит инфляцию в ожидаемых ЦБ 5–7%.

Базово мы ждем инфляцию ближе к 6%, поэтому и закладываем возможность небольшого смягчения политики в 2023-м до 6.50–6.75%. Помочь этому

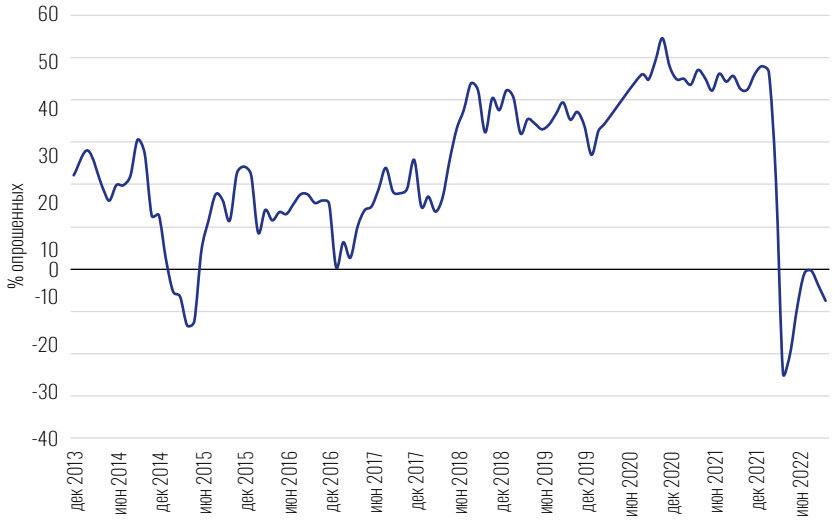


Рисунок 1
Баланс ответов «выше» минус «ниже» относительно курса доллара через год

Источник: Банк России

должно снижение инфляционных ожиданий, которое станет особенно выраженным в 1П23. Довольно ограниченное ослабление рубля заложит для этого необходимую базу. А на фоне эффекта высокой базы годовая инфляция к апрелю-маю может приблизиться к 3%, позволив властям отчитаться о победе над этой напастью. Но в негативном сценарии расширения бюджетного дефицита рост цен может быть ближе к 7–8%, нивелируя возможности ЦБ по снижению ключевой ставки, она даже может подрасти до 8%.

ЧТО ВСЕ ЭТО ЗНАЧИТ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ?

Для стратегического (средне/долгосрочного) инвестора общая ОФЗ-математика оценки справедливой доходности не изменилась: цель по инфляции, реальная нейтральная ставка и премия за срочность и риски. Вряд ли 4%-ная цель по инфляции будет повышена. Скорее, возможно движение вниз, но не быстро. Оценка реальной нейтральной ставки была 1–3%, затем ЦБ ее снизил до 1–2% и совсем недавно заявил, что вернется к ней к 2025 году при инфляции 4%. Сейчас лучше ориентироваться на верхнюю часть диапазона (2–3%) из-за повышенных глобальных ставок и рисков инвестиций в РФ. На Рисунке 2 показана премия за срочность/риски (разность доходности ОФЗ и ставки ЦБ): для 10-летней ОФЗ это 300 б. п. при средней/максимуме в 160/380 б. п. в 2010–2013 годах, когда ЦБ не таргетировал инфляцию, сама она была 6–10%, и в ОФЗ было мало нерезидентов.

Для 10-летних ОФЗ имеем 4% + (2–3%) +(1.6–3.8%) = 7.6–10.8% сейчас или 6.6–9.8% для более равновесных и стабильных условий против текущих 10.50%. Для двухлетних ОФЗ такой подход дает 7.1–8.3% и 6.1–7.3% соответственно против текущих 8.20%. Если вспомнить аукцион Минфина от 2 ноября в 14-летней ОФЗ с отсечкой по 10.90% и последующий аукцион от 9 ноября в 7-летней ОФЗ по 10.31%, то грубая аппроксимация для 10-летней ОФЗ будет около 10.60%. Именно после первого размещения, которое удивило многих (включая нас), рынок был готов взять

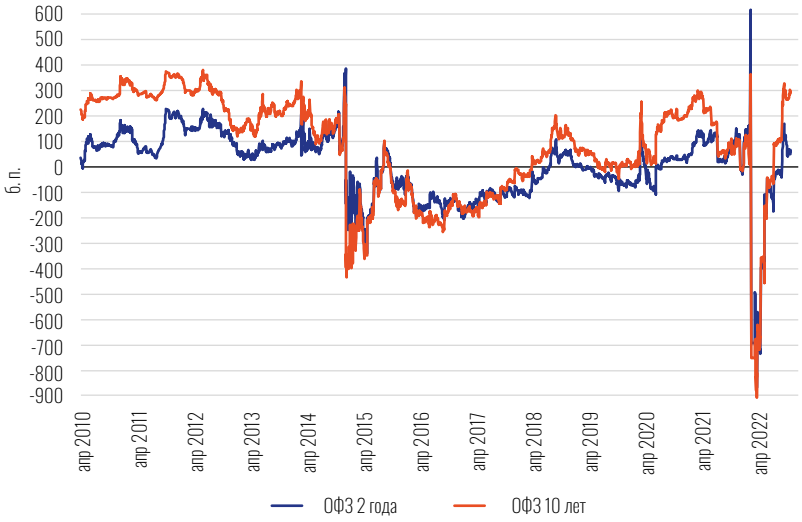
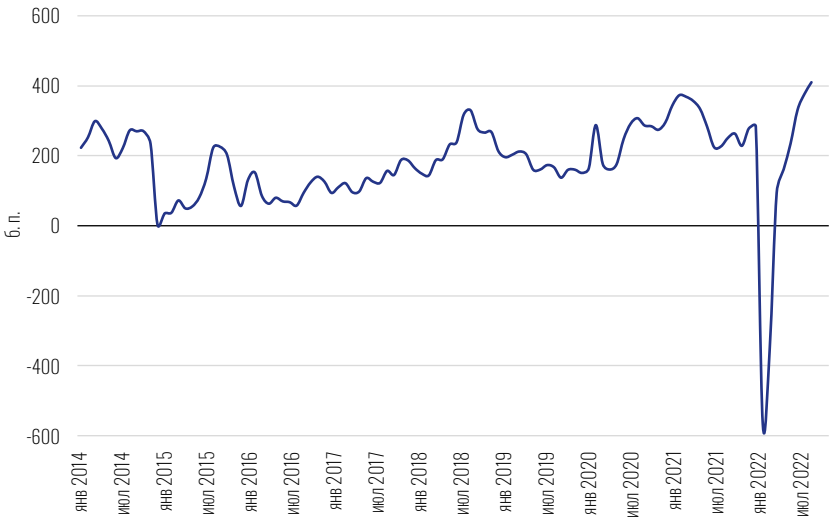


Рисунок 2
Разность доходностей 2/10-летних ОФЗ и ключевой ставки ЦБ (б. п.)

Источник: Банк России

Рисунок 3
Разность доходности 10-летних ОФЗ и средней ставки по депозитам банков (б. п.)

Источник: Банк России

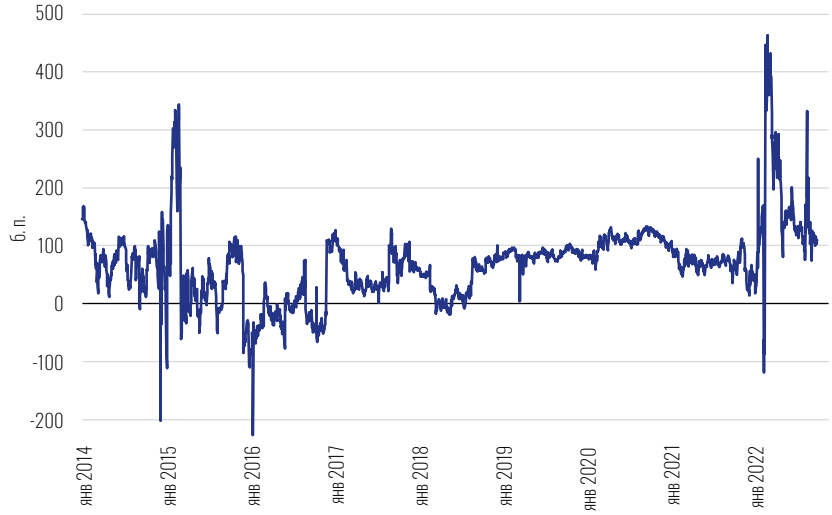


объем на втором аукционе по сопоставимым доходностям. Иными словами, доходности ОФЗ по 10.50–11.00% для средне/долгосрочного инвестора уже фундаментально-привлекательны. Средняя ключевая ставка ЦБ в ближайшие три года, по его собственным оценкам, не превысит 7–8% (ставки депозитов обычно ниже ключевой), поэтому инвестор получит спред в 250–400 б. п.

Для казначейских портфелей банков текущие уровни также выглядят привлекательно. По нашим оценкам, представленным на Рисунке 3, 10-летние ОФЗ дают около 410 б. п. над средневзвешенной стоимостью рублевых депозитов по итогам сентября. Это максимальный уровень как минимум с начала 2014 года. Подобное сравнение стоимости вкладов со средней ставкой по кредитам в рублях дает близкие 430 б. п. Но кредитный риск Минфина лучше, чем средний кредит экономике. Поэтому, полагаем, казначеи будут готовы покупать средние/длинные ОФЗ у 11%. Безусловно, краткосрочные риски способны временно сделать доходности еще выше, но вряд ли уровни 11%+ смогут задержаться надолго, да и на аукционах можно и не купить нужный объем.

Для более требовательных к доходности инвесторов можно посмотреть в сторону корпоративных бондов, которые дают дополнительные 100 б. п. над ОФЗ (Рисунок 4). Это близко к максимумам для некризисных периодов. Но в периоды «стресса» он достигал 200–300 б. п.

Прогнозировать состояние экономики сейчас сложно, что затрудняет оценку кредитного риска. Поэтому корпоративные бонды и ОФЗ лучше комбинировать с флоутерами и в небольшой доле с инфляционными линкерами, чтобы получить действительно диверсифицированный портфель. При улучшении геополитического фона и прояснении перспектив для рынка акций часть его можно будет «перевернуть» в акции российских компаний. Хотя некоторые из них с фокусом на внутренний спрос и меньшей чувствительностью к (гео)политике интересны уже сейчас.

Рисунок 4
Разность доходности корп. бондов по индексу IFX-Cbonds и ОФЗ (G-спред, б. п.)

Источник: Cbonds