Рынок ОФЗ-2023: двойная развилка

Андрей КУЛАКОВ,
CFA, FRM, начальник управления анализа инструментов с фиксированной доходностью, «Газпромбанк»

Павел БИРЮКОВ,
экономист, «Газпромбанк»

После всплеска в начале 2022 года доходности ОФЗ устойчиво снижались, достигнув минимальных значений в августе-сентябре. Возвращение Минфина на первичный рынок и очередной виток геополитической эскалации вызвали новый скачок доходностей в сентябре. К началу 2023 года 2–3Л ОФЗ торговались на уровне 8.3–8.4%, 10Л ОФЗ — 10.0–10.1%[1].

Результатом сохранения «статуса-кво» станет снижение ключевой ставки до 7.25 % к концу года после длительного периода ожидания

Изменение вводных требует корректировки прогнозов по рынку ОФЗ. Текущий период отличается высокой неопределенностью, как следствие, при прогнозировании динамики доходности ОФЗ мы учитываем два макросценария, варьирующихся в зависимости от скорости восстановления внутреннего потребления.

Ключевым фактором влияния на короткий отрезок кривой ОФЗ традиционно будет монетарная политика

Риски быстрого восстановления потребления, усиленные декабрьским расширением дефицита бюджета, сформировали непростую ситуацию для монетарных властей. С одной стороны, потребление остается сдержанным с 2К22, с другой — растет число факторов его быстрого восстановления уже весной: отложенные эффекты от расширения дефицита бюджета, проблемы рынка труда и пр. Мы рассматриваем два основных сценария в зависимости от скорости восстановления внутреннего потребления.

В базовом сценарии ЦБ сможет пройти 2023 год без повышения ставки: последние оперативные данные за декабрь-январь указывают на сохранение «сберегательной» модели поведения населения несмотря на сезонное ускорение. Результатом сохранения «статуса-кво» станет снижение ключевой ставки до 7.25 % к концу года после длительного периода ожидания.

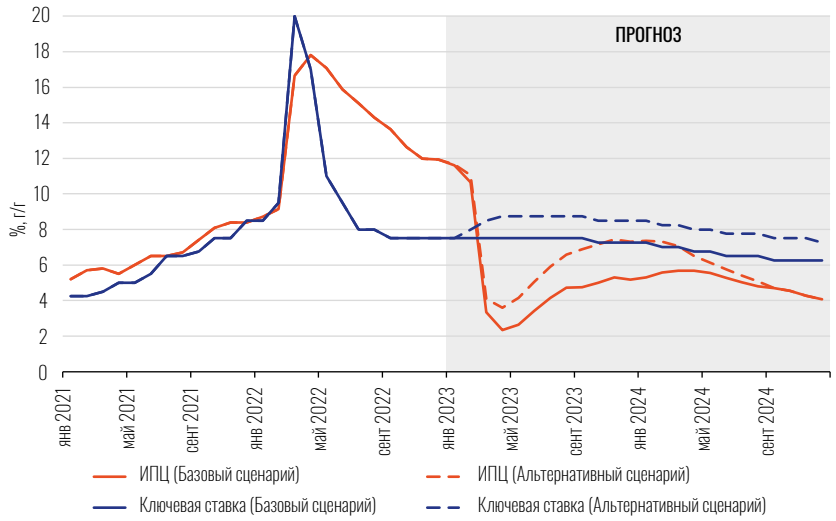
В альтернативном сценарии быстрый рост потребления обгонит восстанавливающееся предложение и создаст новую волну инфляционного давления уже весной. В результате ЦБ отреагирует новым повышением ставки до 8.75 %, а к концу года снизит ее до 8.5 % с последующим трендом на снижение в 2024 году.

Действия ЦБ в обоих сценариях не позволят инфляции сильно выйти за пределы его прогнозного диапазона на 2023 год. В базовом сценарии сдержанного спроса годовая инфляция в декабре составит 5.3 %, а достижение цели ЦБ в 4 % произойдет в 2024 году. В альтернативном сценарии повышение ключевой ставки сможет сдержать рост инфляционного давления и сохранит инфляцию на конец года около верхней границы прогнозного диапазона ЦБ (7.2 %).

[1] Все данные и расчеты в статье приведены на середину января 2023 года.

Рисунок 1
Инфляция и ключевая ставка продолжат снижаться, вопрос лишь в том, как быстро

Источник: ЦБ РФ, оценки «Газпромбанка», Росстат



Исходя из анализа исторической взаимосвязи ключевой ставки ЦБ РФ и доходности коротких ОФЗ, мы оцениваем справедливый уровень доходности 3Л ОФЗ в случае развития событий по первому сценарию в 7.0 %, по второму — в 7.9 %. (Таблица 1).

На дальний отрезок кривой будет влиять фискальный фактор, а именно — размещение ОФЗ для финансирования дефицита бюджета

Дефицит бюджета в 2023 году составит 2.9 трлн рублей, в 2024 году — 2.2 трлн рублей, из которых 2.0 трлн рублей и 0.6 трлн рублей предполагается профинансировать из ФНБ, а 1.8 трлн рублей и 1.9 трлн рублей — чистыми заимствованиями на внутреннем рынке. При объеме погашений в 0.8 трлн рублей и 1.4 трлн рублей соответственно это предполагает валовый объем заимствований в 2.6 трлн рублей и 3.4 трлн рублей.

Наша оценка дефицита бюджета немного отличается от официальной и варьируется в зависимости от сценариев в диапазоне 2.8–3.1 трлн рублей в 2023 году и 1.9–2.2 трлн рублей в 2024 году. Это предполагает, что величина валовых заимствований в 2023 году составит 2.5–2.8 трлн рублей, в 2024 году — 3.1–3.4 трлн рублей, что выглядит внушительно.

В последние годы предложение ведомства было сконцентрировано в диапазоне срочности 7–15 лет, на такие выпуски с 2019 года пришлось более 65 % размещений. Выбор срочности заимствований объясняется графиком погашений Минфина и желанием минимизировать риск рефинансирования. Ежегодные погашения равномерно распределены в диапазоне 1.4–1.6 трлн рублей вплоть до 2031 года, после чего наблюдается заметное снижение объема выплат. Как следствие, на эти сроки, по нашей оценке, и будет нацеливаться ведомство. Первые аукционы 2023 года пока этот тезис подтверждают.

Фактор навеса первичного предложения уже сдерживает и продолжит сдерживать доходности от снижения. Угол наклона кривой на участке 10–3 стабильно рос на протяжении всего года и к его завершению достиг рекордной отметки ~180 б. п. (Рисунок 1), превзойдя предыдущий пик 2020 года в 140–150 б. п.

Мы моделируем доходность 10Л ОФЗ, исходя из влияния монетарного и фискального факторов

Для оценки влияния монетарного и фискального факторов на доходность длинного отрезка кривой мы используем прогнозную модель, учитывающую траекторию ключевой ставки, инфляционные ожидания, ресурсную базу спроса, объем заимствований и долю в них ОФЗ-ПД.

Выбор срочности заимствований объясняется графиком погашений Минфина и желанием минимизировать риск рефинансирования

Таблица 1
Прогноз макропоказателей (на конец года) обеспечивает потенциал снижения доходностей на коротком отрезке

Источник: оценки «Газпромбанка»

		2023П	2024П
Базовый сценарий	ИПЦ, % г/г	5.3	4.0
	Ключевая ставка ЦБ РФ, %	7.25	6.25
	Доходность ОФЗ-ПД 3Г, %	**7.0**	**6.0**
Альтернативный сценарий	ИПЦ, % г/г	7.2	4.0
	Ключевая ставка ЦБ РФ, %	8.5	7.25
	Доходность ОФЗ-ПД 3Г, %	**7.9**	**6.0**

		Доля заимствований через ОФЗ-ПД			
		100%	75%	Базовая (50%)	25%
Базовый сценарий	YTM	9.9%	9.4%	8.9%	8.4%
	TR	10.9%	13.8%	16.8%	19.9%
Альтернативный сценарий	YTM	10.3%	9.9%	9.4%	8.9%
	TR	8.4%	10.9%	13.6%	16.4%

Таблица 2
Прогноз YTM на конец 2023 года и Total Return (TR) по 10Л ОФЗ-ПД

Источник: оценки «Газпромбанка»

При доле ОФЗ-ПД в 50 % в объеме предстоящих размещений доходность 10Л ОФЗ к концу 2023 года может опуститься до 8.9–9.4 % в зависимости от макросценария (Таблица 2). При доле ОФЗ-ПД в 100 % — останется вблизи текущих уровней (9.9–10.3 %).

Для банков флоатеры — инструмент защиты от процентного риска, аппетит на который в условиях неопределенности ограничен

Альтернативой классическим ОФЗ — инструментом исполнения программы заимствований для Минфина — являются флоатеры

В ходе первых аукционов 2023 года Минфин сконцентрировался на ОФЗ-ПД, однако мы считаем, что на протяжении 2023 года Минфин, вполне вероятно, вернется к практике прошлого года, предлагая бумаги сразу трех классов и тем самым варьируя силу давления на длинный отрезок кривой.

Флоатеры вернулись в «обойму» Минфина впервые с 2020 года. Напомним, что в 2020 году в условиях необходимости фискальной поддержки экономики Минфин занял на рынке рекордные 5.3 трлн рублей, из которых 3.2 трлн рублей пришлось на бумаги с плавающей ставкой купона. С тех пор флоатеры Минфин не предлагал вплоть до 4К22, ссылаясь на их высокую долю в долговом портфеле ведомства.

Очевидно, подход Минфина с тех пор изменился — объем эмиссии флоатеров в 2022 году составил 2.5 трлн рублей, или 76 % всех заимствований. Фактически флоатеры обеспечили исполнение программы заимствований прошедшего года. При этом их доля в портфеле Минфина возобновила рост и достигла 33.7 %, что является достаточно высоким показателем в сравнении с развитыми странами (1–3 %) и большинством развивающихся (10–20 %). О смене подхода на итоговом брифинге года заявил и министр финансов РФ Антон Силуанов, сообщив, что в текущих условиях Минфин более не планирует жестко контролировать долю ОФЗ с плавающей ставкой в своем портфеле, ожидая вернуться к наращению доли классических бумаг в объеме эмиссии по мере улучшения монетарных условий.

На наш взгляд, несмотря на номинальный рост процентного риска, такой инструмент в текущих условиях действительно привлекателен для Минфина:

- Долговая нагрузка РФ сравнительно низка — 17 % ВВП в сравнении с 63 % в среднем по странам ЕМ.
- Процентный риск для Минфина в 2022 году реализовался в значительной мере, но не оказал серьезного эффекта на бюджет. По нашей оценке, траектория ставки в прошедшем году увеличила процентные расходы по флоатерам на ~130 млрд рублей.
- Текущая ситуация качественно отличается от предыдущего пика заимствований через флоатеры в 2020 году. Тогда ключевая ставка была на минимуме с тенденцией к росту, а сейчас среднесрочно она будет снижаться.

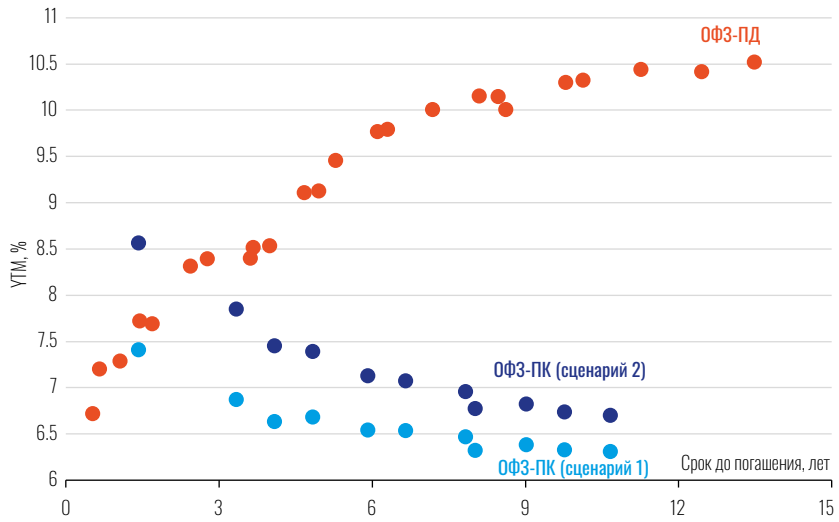


Рисунок 2
Прогнозный YTM флоатеров заметно ниже текущих уровней YTM классических ОФЗ

Источник: Мосбиржа, оценки «Газпромбанка»

• YTM флоатеров, отражающий оценку процентных расходов Минфина, заметно ниже, чем текущий уровень YTM по бумагам с фиксированным купоном (Рисунок 2). При этом долгосрочный уровень ключевой ставки, где они равны, составляет 9.0%, что существенно выше нейтрального диапазона ЦБ.

Ключевыми инвесторами во флоатеры традиционно выступают банки, которые в 2020 году абсорбировали ~90% их общей эмиссии. Для банков флоатеры — инструмент защиты от процентного риска, аппетит на который в условиях неопределенности ограничен. Это вкупе с ограниченностью ресурсов и положительным спредом к стоимости фондирования обеспечит значительный спрос банков на флоатеры.

РИСКИ

Помимо стандартных рисков для ежегодного прогноза (геополитические, снижение спроса или его вытеснение корпоративными бумагами и т. д.), ключевые риски, как и ключевые факторы для наших прогнозов, лежат по-прежнему в плоскости монетарных и фискальных компонент.

К монетарным прежде всего относятся проинфляционные риски выше тех, что уже заложены в рассмотренные сценарии.

К фискальным — рост предложения Минфина сверх заложенных в бюджет цифр — например, в результате недоисполнения бюджета или из-за замещения финансирования ФНБ.

Отдельно стоит отметить навес предложения ОФЗ на вторичном рынке вследствие принудительной конвертации прав из внешних депозитариев в НРД — по данным ЦБ РФ, общий объем списанных ценных бумаг в 2022 году оценивается в 1.36 трлн рублей, из которых 94.4% (1.28 трлн рублей) приходится на ОФЗ. Блокировка на продажу бумаг для инвесторов, которые покупали их начиная с марта 2022 года, продлена до 27 июня. В случае, если блокировка не будет продлена и далее, часть обозначенной выше суммы может вылиться на рынок, что при среднедневном объеме торгов в ~15 млрд рублей выглядит существенно.

РЕКОМЕНДАЦИИ

Мы считаем, что в текущих условиях высокой неопределенности рационально диверсифицировать вложения в ОФЗ по разным классам. При этом сравнительно привлекательно по прогнозному показателю совокупного дохода (Total Return — TR) выглядят выпуски ОФЗ-ПД и флоатеры (Рисунок 3).

Долгосрочную привлекательность выпускам ОФЗ-ПД придают ожидания смягчения ДКП в будущем. В данном сегменте рынка в текущий момент мы предпочитаем позиционирование на сроке 6–7 лет:

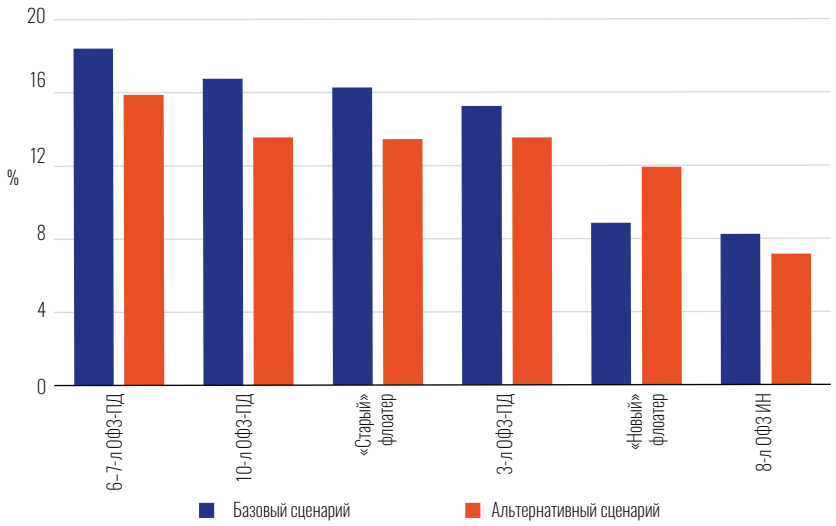
• На данном сроке предложение Минфина отсутствует или минимально. При этом дальнейшее увеличение дюрации слабо компенсируется ростом доходности в связи с уплощением формы кривой.

• Угол наклона кривой до этого срока — максимальный. Простое «скатывание» по кривой обеспечит TR в 13.3% при неизменном уровне доходности кривой.

Вторым по привлекательности классом ОФЗ после ОФЗ-ПД являются флоатеры. В данном сегменте из-за особенностей расчета купонной ставки в базовом сценарии привлекательнее выглядят бумаги «старого» формата. В альтернативном сценарии выпуски обоих форматов сопоставимы по прогнозному TR.

Инфляционные линкеры в настоящее время уступают другим классам в привлекательности, закладывая излишне высокий уровень вмененной инфляции (до 6.8% по длинным выпускам).

В текущих условиях высокой неопределенности рационально диверсифицировать вложения в ОФЗ по разным классам

Рисунок 3
Прогнозный TR по различным классам

Источник: оценки «Газпромбанка»