Рынок ОФЗ: пришло ли время покупать длинные бумаги?

Андрей КУЛАКОВ,
CFA, FRM,
заместитель начальника
Департамента анализа
рыночной конъюнктуры,
Газпромбанк

С начала лета ЦБ повысил ключевую ставку на 750 б. п., а доходность ОФЗ выросла на ~290 б. п. на коротком отрезке кривой и на ~100 б. п. — на среднем и длинных ее участках. После достижения ставкой отметки 15 % доходности ОФЗ резко пошли вниз. В данной статье мы анализируем факторы, которые будут оказывать влияние на рынок ОФЗ на горизонте 2024 года, и рассматриваем вопрос, пришло ли время покупать длинные ОФЗ.

Мы полагаем, что к концу 2024 года ставка может достичь 10 %, а вернуться к нейтральному уровню — в 2026 году

ЦИКЛ УЖЕСТОЧЕНИЯ СТАВОК, ВЕРОЯТНО, ЗАВЕРШЕН, НО ВЫСОКИЕ СТАВКИ С НАМИ НАДОЛГО

На октябрьском заседании ЦБ РФ удивил рынок, повысив ставку сразу на 200 б. п. до 15 % (консенсус составлял 100 б. п.). Смягчение тональности ЦБ, а также пересмотренные прогнозы предполагают, что цикл повышения ставки завершен или близок к этому.

В отличие от прошлых периодов резкого повышения ставок в данном случае высокая ставка останется надолго. После резкого повышения ставки в 2015-м и в 2022 году ее снижение начиналось через ~1.5 месяца (Рисунок 1). В текущей ситуации мы полагаем, что первые сигналы к снижению ключевой ставки могут появиться не ранее 2К24. До того момента она сохранится на уровне 15 %. Этого должно быть достаточно для охлаждения спроса и возврата инфляции к цели ЦБ к концу 2024 года (Рисунок 2).

Сейчас мы полагаем, что к концу 2024 года ставка может достичь 10 %, а вернуться к нейтральному уровню — в 2026 году.

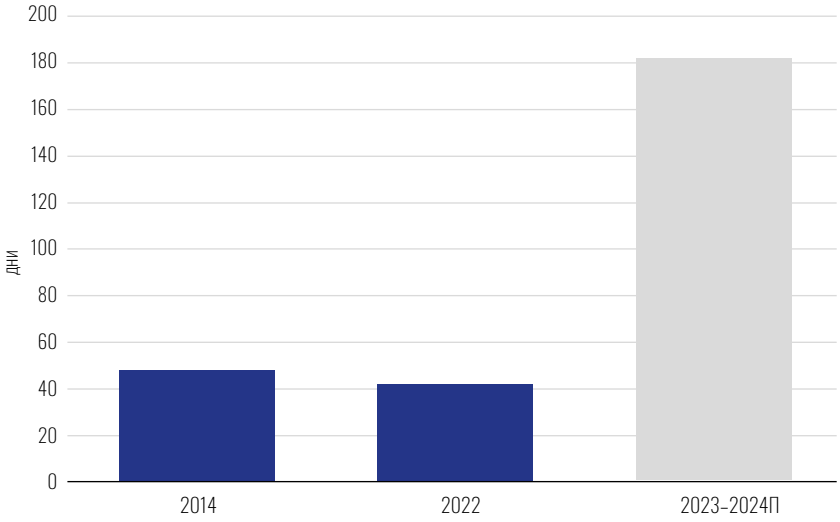
Впрочем, новая волна внутреннего спроса в случае новых колебаний на валютном рынке может спровоцировать необходимость еще одного повышения в декабре. Обновленный прогноз ЦБ допускает повышение ставки еще на 100 б. п. до 16 % в конце 2023 года, однако пока мы считаем такой сценарий маловероятным. Реализация такого сценария не меняет наш прогноз относительно траектории ставки и ее целевого уровня на конец 2024 года.

ПОСЛЕДНЕЕ ПОВЫШЕНИЕ СТАВКИ СПРОВОЦИРОВАЛО РАЛЛИ НА РЫНКЕ ОФЗ

С момента последнего повышения ставки рынок ОФЗ продемонстрировал сильнейшее в этом году ралли. Доходности ушли вниз сразу на 80–100 б. п. на коротком отрезке кривой и на 50–70 б. п. на среднем и дальнем

Рисунок 1
Через какое количество дней ЦБ переходил к снижению ставки после резкого повышения

Источник: ЦБ, оценки Газпромбанка



отрезках. К моменту написания данной статьи доходности чуть скорректировались и консолидируются на уровне 12.2–12.4% для 2-летних бумаг и ~11.8–12.0% — для более длинных выпусков.

КОРОТКИЙ ОТРЕЗОК ОФЗ ЗАЛОЖИЛ ИЗЛИШНЕ ОПТИМИСТИЧНЫЕ ОЖИДАНИЯ В ЧАСТИ РАЗВОРОТА МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ

Таким образом, спред между ключевой ставкой и коротким отрезком ОФЗ составляет 250–300 б. п., что близко к историческим максимумам. При этом среднее устойчивое значение спреда после резкого повышения ставки и последующего цикла смягчения монетарной политики варьировалось в диапазоне 130–160 б. п. (Рисунок 3).

Эйфория, связанная с ожиданием завершения цикла ужесточения монетарной политики, привела к тому, что рынок заложил излишне оптимистичные ожидания в части разворота монетарной политики в текущие доходности короткого отрезка кривой ОФЗ. Мы полагаем, что существенный дифференциал между ключевой ставкой (а значит, и ставками денежного рынка) и коротким отрезком ОФЗ не является устойчивым, и не исключаем сжатия спреда между ставками за счет коррекции доходности ОФЗ.

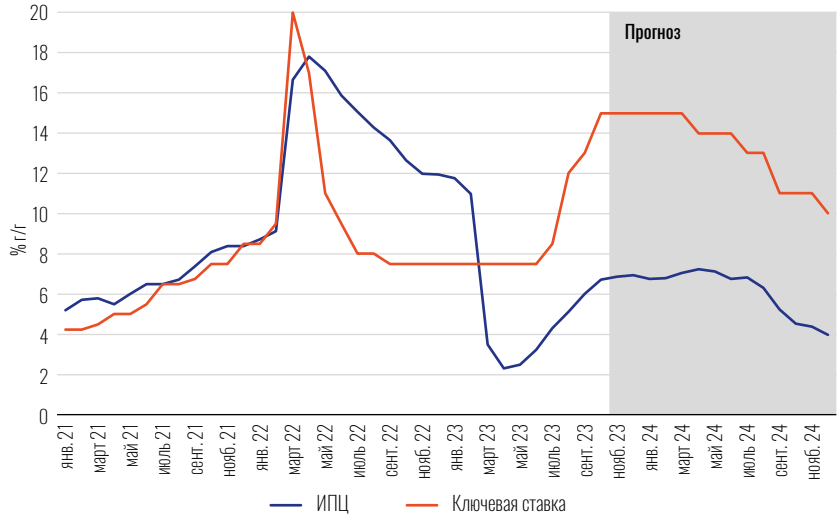
При этом, исходя из прогнозируемой траектории ключевой ставки, справедливый уровень доходности на коротком отрезке кривой на конец 2024 года мы оцениваем около 10%.

ЗАИМСТВОВАНИЯ МИНФИНА В 2023 ГОДУ ОКАЗАЛИСЬ НИЖЕ ЗАПЛАНИРОВАННЫХ

С начала года Минфин занял 2.6 трлн рублей. Напомним, что от плана по замещению трат из ФНБ в объеме до 1 трлн рублей путем наращивания заимствований через ОФЗ до 3.5 трлн рублей с 2.6 трлн рублей, предусмотренных Законом о бюджете, решено было отказаться в сентябре. Теперь плановый объем заимствований в 2023 году составит 2.7 трлн рублей, то есть до конца текущего года

Рисунок 2
Динамика ключевой ставки и инфляции с прогнозом

Источник: ЦБ, оценки Газпромбанка



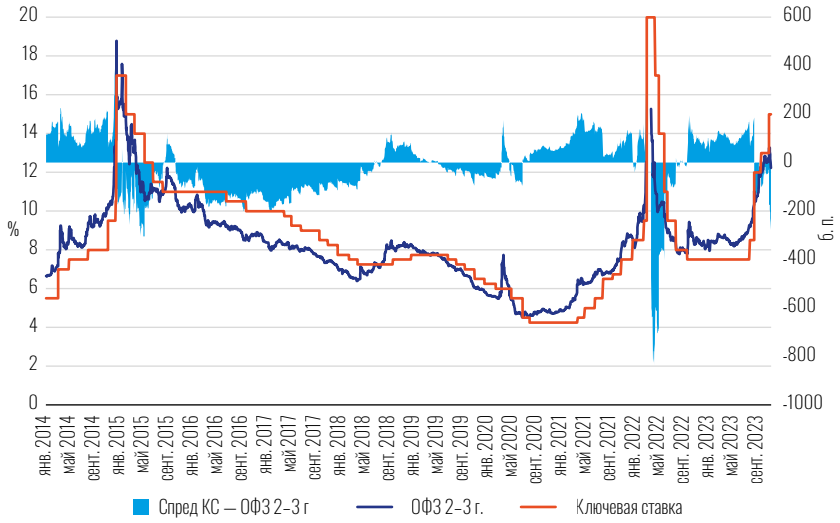


Рисунок 3
Динамика доходностей 2–3-л и ключевой ставки

Источник: Мосбиржа, оценки Газпромбанка

Минфину предстоит занять лишь ~0.2 трлн рублей, что не выглядит существенно.

Ухудшение условий в середине года и ожидания роста ставок привели к падению спроса на классические бумаги. Если в 1П23 из 1.6 трлн рублей заимствований 71% пришлось на ОФЗ-ПД, то в июле-октябре их доля в объеме размещения снизилась до 24%. Всего же из 0.9 трлн рублей, занятых с начала года, через классические бумаги было исполнено 56% (Рисунок 4).

МИНФИН ОСТАЕТСЯ ВЕРЕН ТАКТИКЕ ЗАИМСТВОВАНИЙ — КЛАССИЧЕСКИЕ БУМАГИ С ВЫСОКОЙ ДЮРАЦИЕЙ ПРОДОЛЖАТ ДОМИНИРОВАТЬ В СТРУКТУРЕ ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Несмотря на ухудшение конъюнктуры и возросшие ставки, Минфин продолжает следовать своей тактике, которая предполагает исполнение программы заимствований преимущественно через классические бумаги. Представители ведомства неоднократно заявляли, что приоритетом при исполнении программы заимствований является предсказуемость бюджета. Более того, Минфин РФ закрепил приоритет «классических выпусков» в размещениях ОФЗ на предстоящую трехлетку и на уровне программного документа — «Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов».

Минфин остается верен себе и в дюрации предложения. В первичной обойме Минфина отсутствуют бумаги с датой погашения ранее августа 2029 года, а средневзвешенный срок до погашения размещенных в 2023 году бумаг составил 11.3 года. Комментарии представителей ведомства говорят о том, что Минфин продолжит размещать длинные бумаги, что объясняется графиком погашений госдолга и нежеланием концентрировать погашения, создавая риски рефинансирования в будущем.

Мы полагаем, что ожидать изменения тактики Минфина не стоит — ведомство продолжит занимать преимущественно

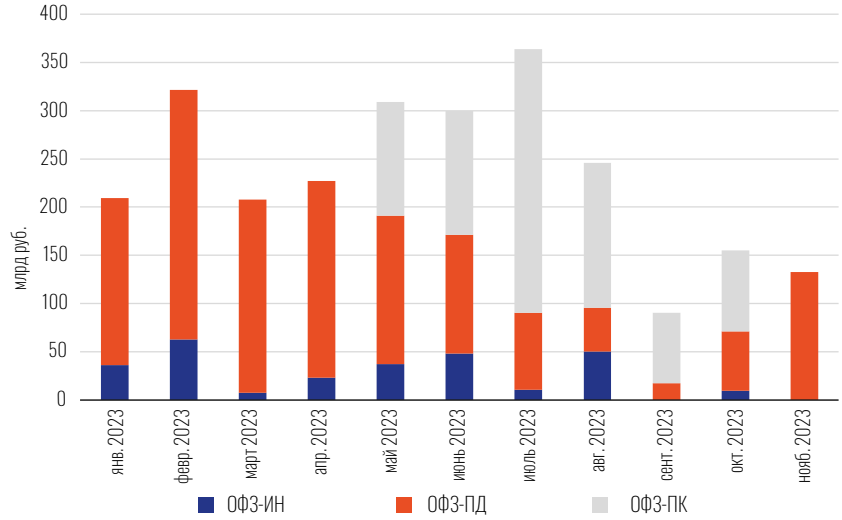


Рисунок 4
Заимствования Минфина по месяцам и классам

Источник: Минфин

через классические бумаги высокой срочности. Учитывая ожидаемый разворот в денежно-кредитной политике, осуществить это Минфину в 2024 году будет проще. Первые после повышения ставки до 15% аукционы уже демонстрируют заметное восстановление спроса на классические выпуски.

ЗАБЮДЖЕТИРОВАННЫЙ ОБЪЕМ ЗАИМСТВОВАНИЙ НА 2024–2026 ГОДЫ ОКАЖЕТСЯ ВЫШЕ ОЖИДАНИЙ...

Новый проект бюджета Минфина предполагает существенный рост расходов в 2024 году. Несмотря на расширение госрасходов, ожидается, что дефицит сохранится на уровне, заложенном в актуальном Законе о бюджете, — 1.6 трлн рублей. Это станет возможно благодаря еще более масштабному росту доходной части, главным образом за счет разовых выплат (новая пошлина, налоговый кредит и возврат соцфондов за 2022 год), и новым изменениям конструкции бюджетного правила (базовые нефтегазовые доходы вырастут на 1.7 трлн рублей).

Тем не менее возобновление работы бюджетного правила (в ФНБ планируется направить 0.5 трлн рублей), погашение государственных и бюджетных кредитов (0.36 и 0.1 трлн рублей соответственно), а также прочих статей расширяют потребность в финансировании за счет привлечения долга до 2.6 трлн рублей. Это обуславливает рост предполагаемого объема заимствований в 2024 году до 4.1 трлн рублей (3.4 трлн рублей в действующей версии Закона о бюджете), в 2025 году — до 4.4 трлн рублей и в 2026 году до 4.9 трлн рублей.

Напомним, что у Минфина есть альтернативные источники финансирования дефицита бюджета — например, 9.8 трлн рублей средств на счетах в коммерческих банках. Однако исторически ведомство довольно сдержанно подходит к их использованию.

...И ОКАЖЕТ ДАВЛЕНИЕ НА ДОХОДНОСТИ ДЛИННЫХ ОФЗ

Мы полагаем, что доходности длинных ОФЗ будут подвержены влиянию двух факторов. Фактор монетарной политики, по мере описанного выше ее разворота, будет способствовать снижению доходностей длинного отрезка кривой. С другой стороны, высокий навес первичного предложения, который придется прежде всего на классические бумаги срочностью 10+ лет, будет сдерживать доходности от существенного снижения.

Исходя из прогноза ключевой ставки и указанного в проекте Закона о бюджете на 2024–2026 годы объема заимствований, мы полагаем, что доходность длинного отрезка кривой к концу 2024 года может достичь 10.0–10.5%. Это оптимистичнее, чем озвучиваемые нами ранее оценки.

Такой прогноз предполагает, что к концу 2024 года инверсия кривой ОФЗ может снизиться и она может приобрести либо плоский вид, либо слабоположительный угол наклона. Традиционно на волне цикла смягчения ДКП кривая сохраняла инверсию продолжительный период времени. Однако в текущей ситуации дисбаланс срочности спроса и предложения может сыграть свою роль.

ПРИШЛО ЛИ ВРЕМЯ ПОКУПАТЬ ДЛИННЫЕ ОФЗ?

Мы полагаем, что активная реакция рынка на вероятное достижение пика ужесточения монетарной политики говорит о том, что инвесторы закладывают повторение траектории предыдущих периодов, когда снижение ключевой ставки начиналось через 1–1.5 месяца после него.

Мы считаем, что в этот раз высокие ставки будут сохраняться сравнительно долго. В этих условиях мы не исключаем возможность увидеть определенную коррекцию от текущих уровней, что приведет к нормализации спредов между ОФЗ и ключевой ставкой.

С другой стороны, основные риски уже реализовались, а значит, дальнейший потенциал роста доходности сильно ограничен. Мы не ожидаем, что доходности длинных ОФЗ сильно превысят 12.5% даже в случае еще одного повышения ключевой ставки.

Таким образом, приступать к наращиванию позиций в классических выпусках можно уже сейчас. Скорее всего, более четкие сигналы к развороту монетарной политики мы увидим не ранее 2К24, однако к тому времени и часть потенциального роста цен ОФЗ будет уже реализована.

В сегменте классических бумаг мы продолжаем отдавать предпочтение среднему отрезку кривой (5–7 лет), который предоставляет разумный компромисс между достаточно высокой дюрацией и ограниченным давлением со стороны первичного предложения Минфина.

ЗАЩИТНЫЕ КЛАССЫ ОФЗ

Позиционирование во флоатерах «нового» формата, на наш взгляд, сохранит актуальность по меньшей мере до конца 1К24, а значит, у инвесторов есть время на постепенную ребалансировку своих портфелей из защитных инструментов.

Инфляционные линкеры по-прежнему представляются нам переоцененными. Вмененная инфляция на горизонте обращения выпусков в 7–8% видится весьма завышенной, учитывая наш прогноз по инфляции и меры ЦБ РФ по борьбе с ней.

Позиционирование во флоатерах «нового» формата сохранит актуальность по меньшей мере до конца I квартала 2024 года