Пришло ли время покупать ОФЗ?

Евгений КОГАН,
финансист,
автор телеграм-канала
t.me/bitkogan

В ближайший месяц, на мой взгляд, существует значимый риск ужесточения денежно-кредитной политики за счет более жесткой риторики ЦБ на заседании в апреле с повышением прогноза по среднегодовой ключевой ставке, что может привести к ограниченному снижению цен облигаций. Хотя, если честно, полагаю даунсайд по ценам облигаций в настоящий момент практически исчерпан. А вот апсайд — очень велик.

Даунсайд по ценам облигаций в настоящий момент практически исчерпан, а вот апсайд — очень велик

Если говорить про переменный горизонт в 1–1.5 года, то пространство для снижения ключевой ставки гораздо более значительно. Я полагаю, что можно постепенно начать формировать портфель длинных государственных облигаций (с погашением через 10–15 лет), при этом бóльшую часть покупок, очевидно, стоит сделать после заседания Банка России.

Хотя, откровенно говоря, я в текущих условиях предпочитаю бóльшую часть вложений иметь как раз в облигациях корпоратов, которые гасятся через 3–5 лет и дают сегодня доходности к погашению от 14.5 до 16.5%.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ КОНТЕКСТ

Для начала зафиксируем основные актуальные макроэкономические условия, влияющие на бюджетную и денежно-кредитную политики.

Деловая активность растет быстрыми темпами. В феврале, по оценке Минэкономразвития, месячный прирост ВВП составил 0.2%. В марте и апреле индикатор бизнес-климата ЦБ РФ, являющийся опережающим индикатором ВВП, оказался на уровне 10.6 и 10.1 соответственно. Это максимальные уровни за 12 лет.

ИНФЛЯЦИЯ СНИЗИЛАСЬ, НО ЗАМЕДЛЕНИЕ НЕУСТОЙЧИВО

Месячные темпы роста цен составили 4.5% в годовом выражении, что ниже, чем 6.3% в феврале. Это самый низкий показатель с апреля 2023 года. Снижение инфляции произошло в основном за счет волатильных товаров. Показатели устойчивой инфляции изменялись разнонаправленно.

Рост потребительского кредитования ускорился. В марте месячный рост ускорился до 2% с 0.9% в феврале. Розничная торговля росла быстрыми темпами: в феврале месячный рост с исключением сезонности составил 1.3% против 1.4% в январе.

Рынок труда остается в стадии перегрева. Безработица рекордно низкая (2.8%), спрос на работников расширяется. Месячный рост зарплат с исключением сезонности замедлился до 0.8% в январе с 1.1% в декабре, но уровень остается высоким.

ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ

Начало года показывает, что бюджет текущего года более чем устойчив.

Текущие денежно-кредитные условия являются рекордно жесткими в терминах реальной процентной ставки за всю историю инфляционного таргетирования в России

Сборы налога на добавленную стоимость в I квартале 2024 года составили +24.6 % г/г, что превышает плановый уровень Минфина. Причина сильного роста доходов — быстрый рост экономики в начале текущего года. Бюджет рассчитан исходя из роста ВВП на 2.3 % в 2024 году и курса рубля 90.1 за доллар, что в текущих условиях уже является консервативным прогнозом.

В результате Минфин пересмотрел ожидания дефицита по году до уровня 1.4–1.5 трлн рублей вместо запланированных 1.6 трлн рублей. Даже в случае ухудшения экономической конъюнктуры Минфин сможет профинансировать расходы, предусмотренные законом, без дополнительных займов.

Новые бюджетные расходы, объявленные Президентом РФ в послании Федеральному собранию, будут профинансированы за счет повышения налога на прибыль и налога на доходы физических лиц, а следовательно, не создадут бюджетных рисков.

ПОЛИТИКА ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА

Денежно-кредитная политика, в рамках которой Банк России управляет ключевой ставкой, существенно влияет на доходности облигаций, определяя границы процентного коридора для межбанковского кредитования. Так как ключевая ставка является краткосрочной ставкой, важно не только ее текущее значение, но и будущие. На ближайшем заседании ЦБ РФ, которое пройдет 26 апреля, будут опубликованы решение и официальный прогноз, включающий ожидания регулятора по ключевой ставке на ближайшие 3 года.

Ранее ЦБ давал сигнал, что первое снижение ставки произойдет скорее во II полугодии 2024 года. После этого макроэкономический фон стал только более проинфляционным. Соотнесем его с другими сигналами регулятора. В резюме мартовского обсуждения Банк России опубликовал критерии для изменения ставки.

Для снижения необходимо выполнение следующих условий:

1) дальнейшее устойчивое замедление текущей инфляции;

2) охлаждение потребительского кредитования и потребительской активности;

3) снижение жесткости рынка труда;

4) отсутствие реализации проинфляционных рисков со стороны бюджета или внешних условий.

Для повышения ключевой ставки опубликованные условия противоположны:

1) закрепление инфляции на текущем уровне (особенно в устойчивой ее части) или ее увеличение;

2) отсутствие признаков снижения или дальнейший рост потребительской активности;

3) увеличение жесткости рынка труда и масштабов положительного разрыва выпуска в экономике;

4) реализация иных проинфляционных рисков, угрожающих возвращению инфляции к цели в 2024 году.

В разделе макроэкономического контекста показано, что устойчивого замедления инфляции не произошло, потребительское кредитование ускорилось, потребительская активность растет высокими темпами, рынок труда остался жестким, а разрыв выпуска — положительным. Из условий для снижения выполнен только последний пункт. Ситуация ближе к повышению ставке, чем к снижению. При этом нельзя сказать, что пункты для повышения выполнены. Поэтому на предстоящем заседании ЦБ оставит ставку без изменения. Однако произошедшее смещение ситуации ближе к условиям повышения ставки, очевидно, приведет к ужесточению ее прогноза.

Другой взгляд на изменение прогноза — это сопоставление новых данных и последнего опубликованного прогноза (февраль 2024 года).

Актуальные отраслевые данные показывают, что динамика ВВП в январе-феврале сложилась лучше ожиданий ЦБ. Месячный прирост ВВП в эти месяцы можно оценить в 0.2–0.3 %, в то время как ЦБ ожидал годовой прирост ВВП в IV квартале по отношению к аналогичному кварталу прошлого года в диапазоне 0–1 %. Оперативные индикаторы указывают на сохранение высоких темпов роста в марте и апреле. Таким образом, весь прогнозируемый рост 12 месяцев уже реализовался. Для того чтобы прогноз регулятора сбылся, экономика должна перейти к рецессии. На данный момент это противоречит устойчивым текущим трендам. Поэтому Банк России существенно повысит свой прогноз по росту ВВП.

По мере усиления жесткости денежно-кредитных условий растет риск перелета цели по инфляции вниз и более быстрого снижения ставки, чем это предполагает прогноз ЦБ

При этом повышение роста экономики можно отнести как на рост потенциала, так и на рост циклической компоненты, создающей проинфляционное давление. ЦБ в своих аналитических материалах однозначно трактует текущий рост деловой активности как показатель роста совокупного спроса, то есть увеличение разрыва выпуска.

Данные по динамике кредитования также превосходят ожидания Банка России. Особенно важно ускорение темпов роста потребительского кредитования в марте, которое будет приводить к увеличению спроса на потребительские товары, входящие в расчет инфляции.

На прогнозе для сохранения инфляции вблизи цели Банк России должен компенсировать усиление проинфляционных факторов повышением прогноза по ставке.

Таким образом, оба взгляда на прогноз предполагают, что ожидания ЦБ по средней ключевой ставке на 2024 год будут ужесточены. С учетом множественности проинфляционных факторов прогноз может составить 14.5–16 % вместо текущих 13.5–15.5 %. Таким образом, середина диапазона будет равна 15.25 %, что выше ожиданий макроэкономического консенсуса на уровне 14.9 %. Высокий уровень ставки в 2024 году повысит и траекторию ставки в 2025 году до уровня 9–11 % вместо текущих 8–10 %. В результате краткосрочно риск смещен в сторону дальнейшего роста доходностей облигаций.

Однако текущие денежно-кредитные условия являются рекордно жесткими в терминах реальной процентной ставки за всю историю инфляционного таргетирования в России за исключением короткого промежутка времени в 2022 году. Текущий уровень ключевой ставки за вычетом инфляционных ожиданий населения на год вперед достиг уровня 5 %. Еще год назад он равнялся -3 %, что соответствовало нейтральному уровню 2017–2019 годов, когда инфляция находилась вблизи цели.

Важно, что эффект от ужесточения денежно-кредитной политики проявляется на горизонте 2–6 кварталов. Следовательно, текущее неустойчивое замедление инфляции является первыми результатами повышений ставки в прошлом году. Жесткость денежно-кредитных условий продолжает увеличиваться за счет снижения инфляционных ожиданий при неизменной номинальной ключевой ставке, а значит максимальный эффект для роста цен далеко впереди. Текущая жесткость приведет к сильному замедлению инфляции в конце 2024 года — первой половине 2025 года до уровня цели 4 % и ниже, что потребует нормализации денежно-кредитной политики. ЦБ оценивает нейтральный диапазон ключевой ставки при инфляции вблизи цели на уровне 6–7 %.

В краткосрочной перспективе возможно крайне умеренное снижение цен на облигации, обусловленное ужесточением риторики ЦБ и повышением прогноза ключевой ставки

Повышение роста экономики можно отнести как на рост потенциала, так и на рост циклической компоненты, создающей проинфляционное давление

В результате по мере усиления жесткости денежно-кредитных условий растет риск перелета цели по инфляции вниз и более быстрого снижения ставки, чем это предполагает прогноз Банка России. Поэтому на горизонте двух лет риск смещен в сторону более быстрого снижения доходностей облигаций. В таком сценарии потенциал их снижения для дальнего конца кривой ОФЗ может составить 2 п. п.

В более умеренном сценарии при снижении доходности на 1 п. п. облигации федерального займа длинной дюрации могут вырасти в цене на 6 %. Реализация такого события возможна уже в этом году при условии быстрого замедления инфляции во II полугодии.

ИТОГ

В краткосрочной перспективе возможно крайне умеренное снижение цен на облигации, обусловленное ужесточением риторики ЦБ на апрельском заседании и повышением прогноза ключевой ставки.

Тем не менее в среднесрочной перспективе (1–1.5 года) сохраняется потенциал для снижения ключевой ставки, что может привести к росту цен на облигации. В связи с этим целесообразно рассмотреть постепенное формирование портфеля облигаций, отложив основную часть инвестиций до решения ЦБ по ключевой ставке. В мае-июне может открыться наиболее привлекательное окно возможностей для покупки ОФЗ.

Позднее, в начале II полугодия, ЦБ по мере устойчивого замедления инфляции начнет формировать сигналы о смягчении ключевой ставки, что приведет к росту цен облигаций еще до фактического решения о снижении. Негативные бюджетные риски для облигаций минимальны.