Длинные ОФЗ: неизбежно ли снижение доходностей вслед за ставкой ЦБ?

Дмитрий НОВИКОВ,
аналитик отдела долговых рынков России, СНГ и Китая, Cbonds

В конце января 2026 года, по данным Cbonds, консенсус ожидает снижение ключевой ставки Банка России до 12 % к концу 2026 года и до 8.5 % к концу 2027-го (верхняя граница нейтрального уровня номинальной ставки по оценкам Банка России). Одновременно с этим консенсус ожидает снижение доходностей 10-летних ОФЗ до 12.18 % к концу 2026 года и до 9.75 % к концу 2027-го. Зачастую снижение доходностей длинных ОФЗ до уровней, незначительно превышающих значения ключевой ставки, обосновывается в основном предполагаемым снижением инфляции до 4 %, за которым с некоторым лагом будет следовать снижение ключевой ставки ЦБ. В этой логике опускается ряд дополнительных факторов, влияющих на длинные доходности, которые предлагается рассмотреть в данной статье.

Аппетиты Правительства определяют предложение длинного долга на рынке

ОЖИДАНИЯ, СРОКИ, БЮДЖЕТ

Инфляционные ожидания. Спотовую процентную ставку можно разложить на среднюю ожидаемую реальную ставку и среднюю ожидаемую инфляцию (ИО). Последняя, как правило, неоднородна в зависимости от горизонта. Например, вмененная инфляция из ОФЗ-ИН на 30.01.2026 варьируется от 4.19 % на 2-летнем сроке до 6.48 % на 7-летнем сроке. Более того, изменения ИО, как правило, сильнее влияют на более длинные доходности в сравнении с более короткими: исследование по американским данным показало, что изменения доходностей 10-летних облигаций на ~20 % объясняются изменениями ожидаемой инфляции, для коротких бумаг аналогичная метрика ~10 %[1].

Премия за срок. Спотовую ставку также можно разложить на среднюю ожидаемую краткосрочную номинальную ставку + премию за срок. Динамика последней зависит от изменений восприятия различных долгосрочных рисков инвесторами. По оценкам Банка России[2], премия за срок

[1] Duffee G. R. Expected Inflation and Other Determinants of Treasury Yields // The Journal of Finance. 2018. Vol. 73, No. 5. P. 2139–2180.

[2] https://www.cbr.ru/Content/Document/File/172860/analytic_note_20250303_dip.pdf

в ОФЗ росла в периоды повышенной неопределенности (конец 2019–2020 годов и 2022–2024 годов), причем в длинных бумагах премия растет сильнее: с конца 2022-го этот показатель для 10-летних бумаг колеблется в диапазоне 3–4 %.

Фискальная политика. Аппетиты Правительства определяют предложение длинного долга на рынке, и, если хронический дефицит бюджета финансируется новым долгом, а не накопленными резервами, возникает риск роста показателя «государственный долг/ВВП». Риск практически всегда реализуется, если выполняется условие «реальная ставка по долгу выше темпов роста ВВП». На данных стран Организации экономического сотрудничества и развития эмпирически показано[1], что на длинном горизонте рост государственного долга к ВВП повышает длинные доходности, хронический профицит бюджета — снижает.

Сторона спроса. Дополнительно стоит отметить, что в условиях открытой экономики на длинные доходности ощутимое влияние оказывают международные потоки капитала. Дополнительный высокий спрос на длинные государственные бумаги со стороны глобальных инвесторов снижает доходности преимущественно через компоненту премии за срок[2], что особенно актуально для стран с твердыми валютами. Поскольку российская финансовая система в значительной мере отрезана от внешнего мира, для длинных ОФЗ в основном важен спрос со стороны внутренних инвесторов.

[1] Gruber J. W., Kamin S. B. Fiscal Positions and Government Bond Yields in OECD Countries // Journal of Money, Credit and Banking. 2012. Vol. 44, No. 8. P. 1563–1587.

[2] Sierra J. International Capital Flows and Bond Risk Premia. Ottawa: Bank of Canada, 2010. 41 p. (Bank of Canada Working Paper; No. 2010-14).

CENTRAL BANK IS WATCHING YIELDS

Центральный банк напрямую контролирует краткосрочные процентные ставки, однако этот инструмент влияет на длинные доходности лишь опосредованно: длительное успешное удержание инфляции на низком уровне снижает длинные доходности за счет компоненты ИО. Исследование[3] на данных США, Великобритании и Швеции показывает, что успешный опыт инфляционного таргетирования ЦБ заякоривает долгосрочные breakeven inflation rates.

На российском рынке breakeven inflation rates на 30.01.2026 относительно заякорены только на ближайшие 2 года, а начиная с 5-летнего срока (по ОФЗ 52003) они остаются близкими к 6 %. Для устойчивого снижения долгосрочных инфляционных ожиданий к целевым 4 %, с высокой вероятностью, будет необходимо удержание инфляции на таргете длительное время. Именно такая картина наблюдалась в 2017–2019 годах, если обратить внимание на ожидаемую инфляцию по погашенному выпуску ОФЗ 52001.

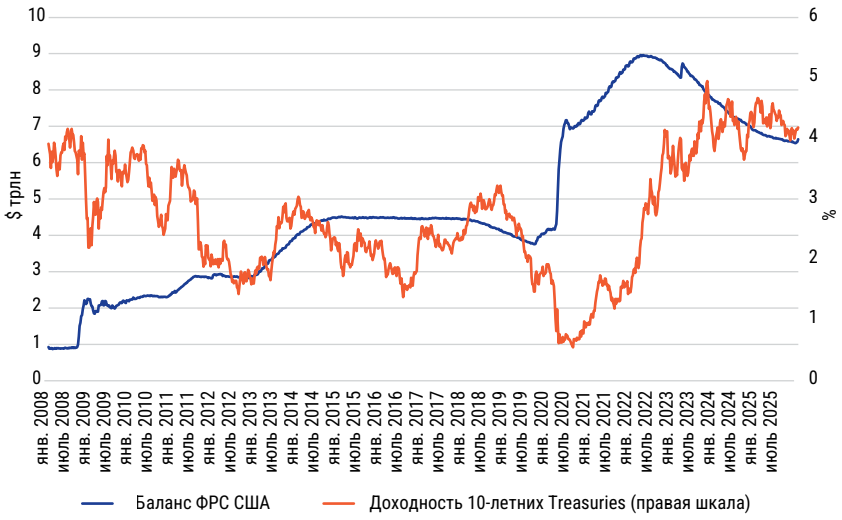
Напрямую влиять на длинные доходности Центральный банк может только посредством неконвенциональных инструментов ДКП, в частности покупкой на баланс или продажей с баланса длинных государственных бумаг (т. н. QE/QT). Многие западные ЦБ использовали такие меры в кризисные 2008 и 2020 годы для дополнительного стимулирования экономики, что позволяло снижать длинные номинальные доходности до исторически низких уровней (Рисунок 1).

[3] Gürkaynak R. S., Swanson E., Levin A. Does Inflation Targeting Anchor Long-Run Inflation Expectations? Evidence from the U.S., UK, and Sweden // Journal of the European Economic Association. 2010. Vol. 8, No. 6. P. 1208–1242.

Напрямую влиять на длинные доходности Центральный банк может только посредством неконвенциональных инструментов ДКП

Рисунок 1
Баланс ФРС и доходность 10-летних Treasuries

Источник: ФРС, US Treasury



Страна	Период	Изменение ставки ЦБ, б. п.	Изменение 10Y YTM, б. п.	Изменение 30Y YTM, б. п.
Австралия	01.01.2025 – 31.12.2025	-75	+35	+37
Великобритания	01.07.2024 – 31.12.2025	-150	+19	+45
Германия	01.06.2024 – 31.12.2025	-235	+28	+77
Дания	01.06.2024 – 31.12.2025	-200	+21	+45
Канада	01.06.2024 – 31.12.2025	-275	-8	+51
Норвегия	01.06.2025 – 31.12.2025	-50	+8	Нет подходящих бумаг
Франция	01.06.2024 – 31.12.2025	-235	+50	+94
Швеция	01.05.2024 – 31.12.2025	-225	+26	Нет подходящих бумаг

Таблица 1
Изменение ставок ЦБ и длинных доходностей в некоторых развитых странах

Источник: Cbonds, расчеты автора

ЗАГАДКА ГРИНСПЕНА И ЗАГАДКА ТРАМПА

В прошлом нередко возникали случаи, когда траектории краткосрочных ставок ЦБ и длинных доходностей расходились в разные стороны. В начале 2005-го глава ФРС А. Гринспен отметил загадочное на тот момент явление: доходности 10-летних государственных облигаций США снизились, несмотря на рост ставки ФРС на 150 б. п. с середины 2004-го. Это явление, названное загадкой Гринспена, получило признанное объяснение в 2018 году: эмпирически было доказано, что с конца 1980-х годов, когда ФРС стала использовать ставку по федеральным фондам в качестве инструмента ДКП, корреляция между этой ставкой и доходностями длинных облигаций практически исчезла, а длинные доходности определяются в основном другими факторами[1]. Впоследствии аналогичные эмпирические свидетельства были получены для Великобритании и Новой Зеландии[2].

В прошлом нередко возникали случаи, когда траектории краткосрочных ставок ЦБ и длинных доходностей расходились в разные стороны

В сентябре — декабре 2024 года разнонаправленное движение ставки ФРС и длинных доходностей повторилось. Исследователи обозначили это явление загадкой Трампа: ФРС суммарно снизила ставку на 100 б. п. до 4.25–4.5 %, при этом доходности 10-летних государственных облигаций выросли на те же 100 б. п. до 4.75 %. Основной причиной такого изменения стало сокращение долларовых резервов иностранцев на $113 млрд с сентября 2024 года.[3]

СЛУЧАИ «ЗАГАДОК» В РОССИИ И МИРЕ

Подобные расхождения встречаются и за пределами США. В середине 2024 года многие западные ЦБ запустили цикл снижения ставок. В ряде стран за прошедшие 1.5 года длинные доходности выросли или почти не поменялись. В Таблице 1 представлена статистика по таким случаям. Преимущественно такая динамика объясняется фискальными рисками в долгосрочной перспективе.

За время инфляционного таргетирования в России также можно выделить три эпизода, когда длинные доходности

[1] Thornton D. L. Greenspan's Conundrum and the Fed's Ability to Affect Long-Term Yields // Journal of Money, Credit and Banking. 2018. Vol. 50, No. 2/3. P. 513–543.

[2] Coughlin C. C., Thornton D. L. Further Evidence on Greenspan's Conundrum // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. 2022. Vol. 104, No. 1. P. 70–77.

[3] https://econs.online/articles/opinions/zagadka-kaznacheyskikh-obligatsiy/

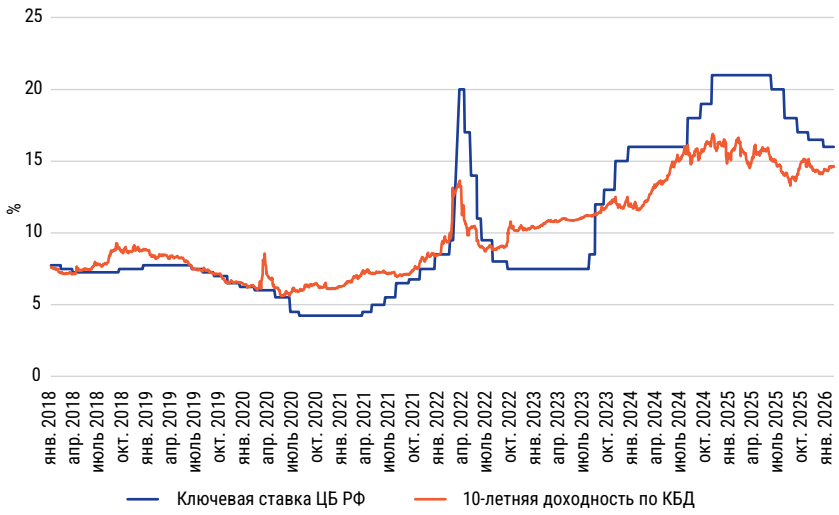


Рисунок 2
Ключевая ставка ЦБ РФ и 10-летняя доходность по КБД

Источник: Банк России, Московская Биржа

Таблица 2
Дефицит федерального бюджета 2023–2026 гг.

Источник: Минфин РФ

	2023 г.		2024 г.		2025 г.		2026 г.	
	План	Факт	План	Факт	План	Факт	План	Факт
Дефицит, млрд руб.	2925	3229	1595	5516	1173	5645	3786	?
% ВВП	2	1.9	0.9	2.9	0.5	2.6	1.6	?

Примечание: план по первой редакции законов о бюджете на конец предшествующего года.

Для устойчивого снижения премий за срок в длинных бумагах необходимо существенное улучшение внешних условий

не повторяли траекторию ключевой ставки ЦБ (Рисунок 2).

1) Апрель — сентябрь 2018 года: доходность на 10 лет по КБД выросла на ~150 б. п., что хронологически предшествовало коррекции ставки ЦБ на 50 б. п. вверх в связи с ростом НДС в 2019 году.

2) Март 2020 года — март 2021 года: после ковидного шока в марте 2020-го доходность на 10 лет по КБД скорректировалась до прежнего уровня, а затем плавно росла (~ на 100 б. п.) в течение всего периода, несмотря на снижение ставки ЦБ до исторического минимума в 4.25 %, который держался вплоть до марта 2021 года.

3) Июль 2022 года — июль 2023 года: доходность на 10 лет по КБД взлетела в сентябре 2022-го и плавно росла в течение всего периода (совокупно на ~ 220 б. п.), несмотря на удержание ставки ЦБ 7.5 % вплоть до конца июля 2023 года.

Во всех этих случаях динамика длинных доходностей объясняется либо фискальными факторами (ожидаемый рост НДС в 2018 году), либо сочетанием фискальных факторов и роста премии за срок (2020 год, 2022–2023 годы).

ВОЗНИКНЕТ ЛИ «ЗАГАДКА» НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ В 2026–2027 ГОДАХ?

Сценарий, при котором длинные доходности на российском рынке вырастут при снижении ставки ЦБ, не является наиболее вероятным, однако и не является абсолютно невероятным. Для устойчивого снижения премий за срок в длинных бумагах необходимо существенное улучшение внешних условий. Устойчивое снижение долгосрочных ИО в значительной мере зависит от параметров фискальной политики, со стороны которой могут возникнуть определенные риски. Последние два года фактический дефицит бюджета отклонялся сильно выше относительно запланированного. Нельзя полностью исключать, что в 2026 году такая ситуация не повторится вследствие незапланированного роста расходов и/или отклонения фактических значений по ВВП, обменному курсу, цене нефти относительно прогнозных в меньшую сторону. Больший дефицит означает больший объем заимствований через ОФЗ, риск чего вряд ли заложен в текущие цены бумаг.

По долгосрочному бюджетному прогнозу[1] Минфина до 2042 года, бюджет будет хронически дефицитным на протяжении всего срока; государственный долг к ВВП вырастет с 17.7 % в 2025 году до 20.5 % к 2030 г. и до 32.2 % к 2042 году в базовом сценарии; до 24.8 % к 2030-му и до 69.4 % к 2042 году — в консервативном сценарии. Это ощутимо меньше, чем текущие 124 % у США или 237 % у Японии, но важно помнить про высокую стоимость долга в рублях.

Дополнительно стоит отметить, что при текущих ИО населения нейтральный уровень ключевой ставки выше прогнозируемых ЦБ 7.5–8.5 %. ИО населения в январе 2026 года составили 13.7 % на 1 год вперед. В период 2017–2019 годов медиана ИО была 9.5 %[2] при инфляции вблизи 4 %. Если принять, что сейчас для инфляции 4 % достаточно снижение ИО населения до 9.5 %, то середину диапазона нейтральной ставки грубо можно оценить как 8 + 4.2 % = 12.2 %.

Таким образом, для снижения доходностей 10-летних ОФЗ до 9.75 % к концу 2027 года к снижению ключевой ставки до нейтральных 8.5 % дополнительно нужно добавить: 1) устойчивое снижение премии за срок; 2) отсутствие избыточного предложения ОФЗ со стороны Минфина; 3) достаточно высокий спрос со стороны инвесторов, подкрепленный уверенностью в низкой инфляции и фискальной дисциплине на длительную перспективу. Подобный сценарий вполне вероятен, но несет в себе много неопределенности и ряд рисков, реализация которых может привести к еще одной «загадке» на российском рынке.

Больший дефицит означает больший объем заимствований через ОФЗ, риск чего вряд ли заложен в текущие цены бумаг

[1] http://government.ru/docs/57291/

[2] https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/59522/Infl_exp_25-12.pdf