



27 ноября 2020г.

Александр Ермак aermak@region.ru
Юлия Гапон gapon@region.ru

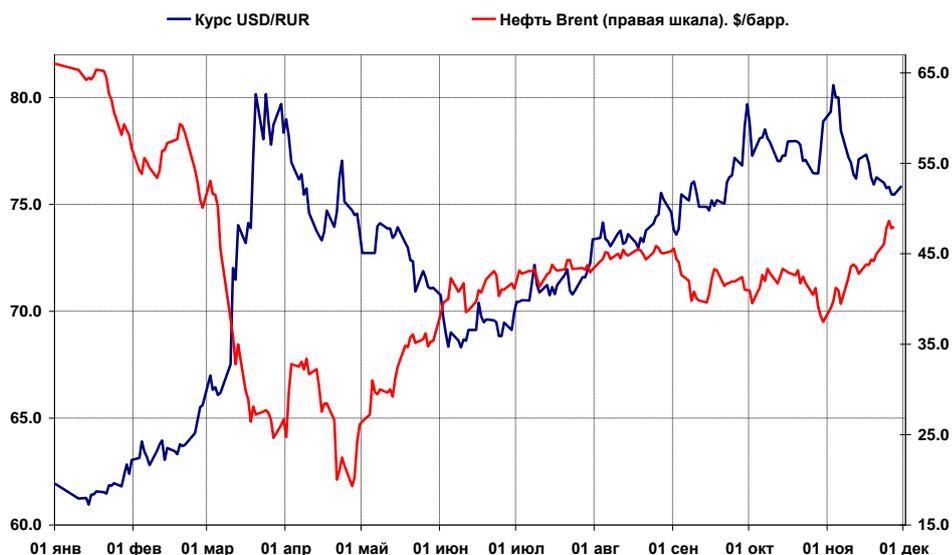
Рынок рублевых облигаций: плавное повышение доходности большей части выпусков

На вторичном рынке рублевых облигаций на прошедшей неделе динамика цен была незначительной и разнонаправленной на фоне снижения активности участников торгов. На первичном рынке гособлигаций Минфин продолжает его тестирование выпусками ОФЗ-ПД с различными сроками обращения, но, правда, пока безуспешно. На первичном рынке субфедеральных облигаций за 11 месяцев был привлечен объем, превышающий рекордные показатели в целом за год в современной истории. На рынке корпоративных облигаций активность продолжает повышаться.

Повышение цен на нефть марки Brent на прошедшей неделе произошло на фоне ряда позитивных новостей, среди которых: сообщения о росте эффективности разработанных вакцин от коронавируса, возможная отсрочка запланированного увеличения добычи ОПЕК+ в январе 2021г., снижение запасов нефти и начало передачи власти в США. В результате в среду цена нефти марки Brent достигла уровня \$44,96 за баррель, который в последний раз наблюдался в марте т.г.

В дальнейшем резкий рост сменился небольшим снижением на фоне сохраняющихся опасений по поводу снижения спроса на нефть на фоне большого числа заболеваемости коронавирусом во многих странах мира. На окончание торговой сессии в пятницу цена нефти марки Brent составила \$48,18 за баррель, показав положительную динамику **четвертую (!)** неделю подряд, повысившись на 7,2% против 5,1% на предыдущей неделе и 28,6% за четыре недели.

Курс рубля и цены на нефть марки Brent



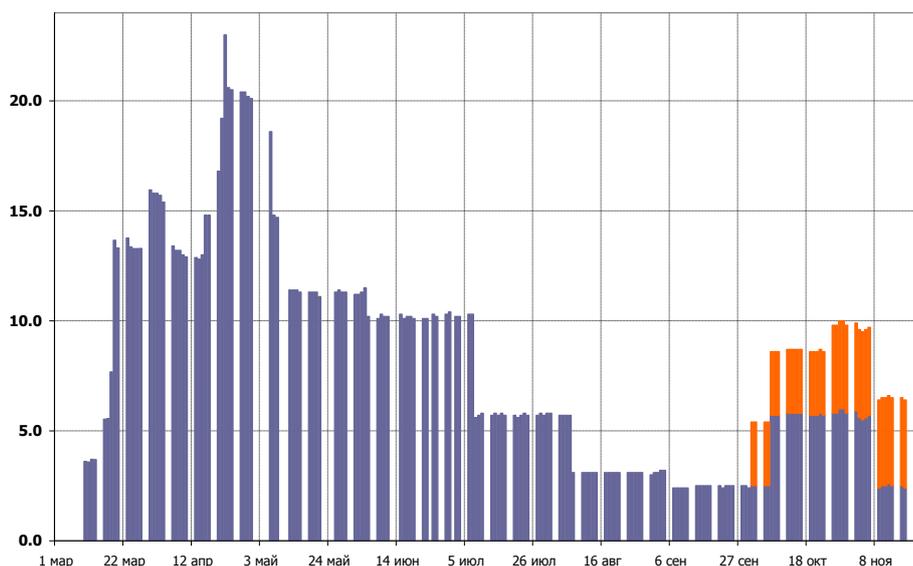
Источник: Банк России, МБ, Refinitiv, расчеты БК РЕГИОН



В начале прошедшей недели вновь наблюдалось укрепление курса рубля на фоне сохранения аппетита к риску и дорожающей нефти. В результате по итогам утренних торгов в среду официальный курс доллара был установлен на уровне 75,4727 руб., который в последний раз наблюдался в начале первой декады сентября. Однако в дальнейшем рубль стал слабеть на фоне неопределенной динамики нефтяных котировок и некоторого охлаждения "аппетита к риску" у глобальных инвесторов. По итогам утренних торгов в пятницу официальный курс доллара был установлен на уровне 75,8599 руб., что на 0,15 рубля ниже официального курса закрытия предыдущей недели. Курс рубля показал позитивную динамику вторую неделю подряд.

Третью неделю подряд объем ежедневных продаж Банком России иностранной валюты сохраняется на уровне 6,4-6,5 млрд руб. против 9,5-9,9 млрд руб. на первой неделе ноября. Более низкий уровень продаж связан с тем, что продажи из Фонда национального благосостояния (ФНБ) от имени Минфина РФ в рамках бюджетного правила с 9 ноября до 4 декабря снижены до 2,4-2,5 млрд руб. в день против 5,6-5,7 млрд руб. в день, которые продавались с 7 октября до 6 ноября. При этом сохраняются начавшиеся с 1 октября продажи иностранной валюты, оставшейся от сделки по продаже ПАО Сбербанк в размере 2,9 млрд руб. в день, которые с 26 октября были увеличены до 4 млрд рублей в день в рамках конвертации средств ФНБ на покупку акций Аэрофлота. 27 ноября ЦБ РФ отразил продажу валюты с расчетами 26 ноября на 4,5 млрд руб. из-за зарубежных праздников днем ранее. В результате на 26 ноября с начала месяца объем продаж иностранной валюты Банком России составил 137,1 млрд руб., что 4,37% меньше, чем за аналогичный период в октябре.

Объем продаж валюты Банком России, млрд руб.



Источник: Банк России, расчеты БК РЕГИОН

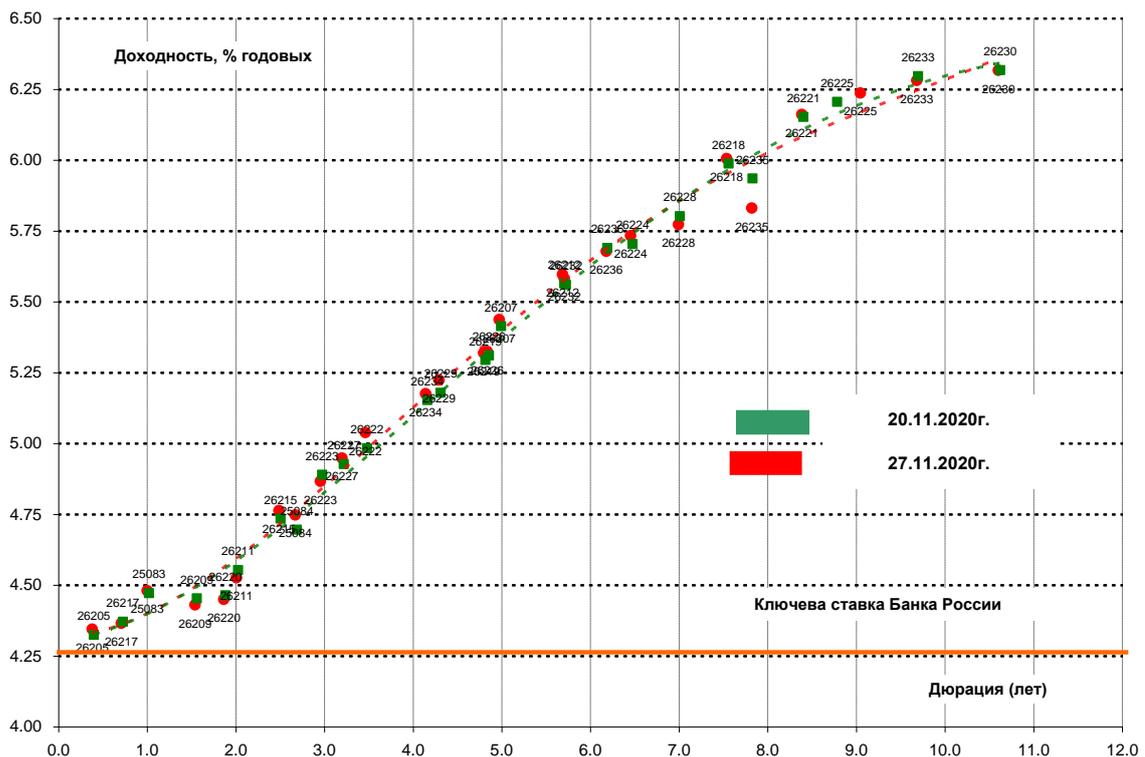
Незначительная и разнонаправленная динамика цен ОФЗ, установившаяся на предыдущей неделе, сохранилась и на прошедшей неделе на фоне дальнейшего охлаждения аппетита к риску инвесторов во всем мире. При этом очередные слабые результаты аукционов при отсутствии большого спроса на среднесрочные ОФЗ-ПД не смогли поддержать цены гособлигаций на вторичном рынке во второй половине прошедшей недели. Еще одним негативным фактором для рынка рублевых облигаций на прошедшей неделе вновь стало ускорение инфляции, которая третью неделю подряд составила 0,2 п.п., увеличившись до 3,9% с начала месяца и до порядка 4,4% год к году.



Динамика доходности 10-и летних ОФЗ



«Кривая» доходности ОФЗ



Источник: расчеты БК РЕГИОН

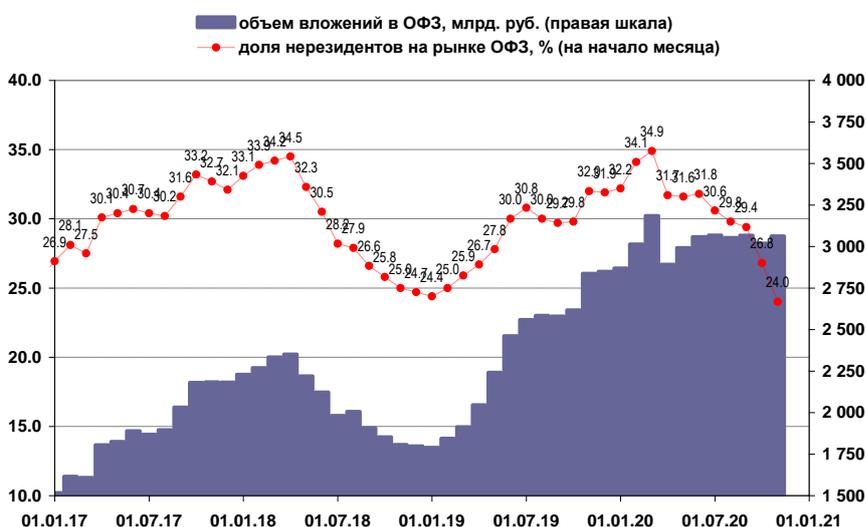
По итогам биржевых торгов за прошедшую неделю средневзвешенная доходность ОФЗ в среднем по рынку выросла на 2 б.п., благодаря повышению доходности выпусков со сроком обращения от 3 до 8,5 лет в пределах 1-6 б.п. Доходность десятилетних облигаций на закрытие недели составила 5,82% годовых и не изменилась за неделю, а самого долгосрочного выпуска (с погашением в марте 2039г.) составила 6,32% годовых (+1 б.п.). В среду в ходе пленарного заседания Госдумы председатель ЦБР в очередной раз заявила, что у Банка России еще есть пространство для стандартного инструмента денежно-кредитной политики - **снижения ключевой ставки**, и поэтому нет необходимости в применении нестандартных мер поддержки Банком России федерального бюджета и можно привлечь



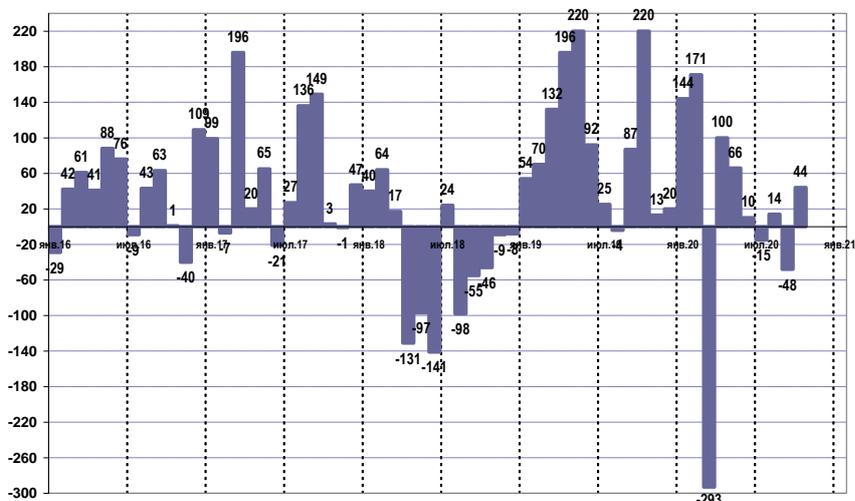
средства для его пополнения на рыночных условиях. Тем не менее, существенной реакции на эти слова на долговом рынке не наблюдалось, т.к. участники рынка ожидают, что снижение может быть достаточно ограниченным (25-50 б.п.), а период мягкой денежно-кредитной политики достаточно коротким и уже через 1-1,5 года начнется переход к нейтральной ключевой ставке.

По данным Банка России, доля нерезидентов на рынке ОФЗ по состоянию на 1 ноября 2020 года составляла 24,0%, что на 2,8% ниже показателя предыдущего месяца. Номинальный объем гособлигаций, принадлежащих нерезидентам, на 1 ноября составил 3,063 трлн. рублей при общем объеме рынка ОФЗ 12,765 трлн. рублей. Таким образом, в номинальном выражении рост вложений нерезидентов составил 44 млрд руб., а рынок в целом вырос на 1 506 млрд руб., что и обусловило сильное снижение доли нерезидентов. С начала года вложения нерезидентов на рынке ОФЗ увеличились на 193 млрд. руб. (+6,7%), а доля снизилась на 8,2 п.п. Объем рынка ОФЗ увеличился с начала года на 3,860 трлн руб. (+43,3%).

Доля и объем вложений инвесторов - нерезидентов на рынке ОФЗ



Динамика объем вложений инвесторов - нерезидентов на рынке ОФЗ

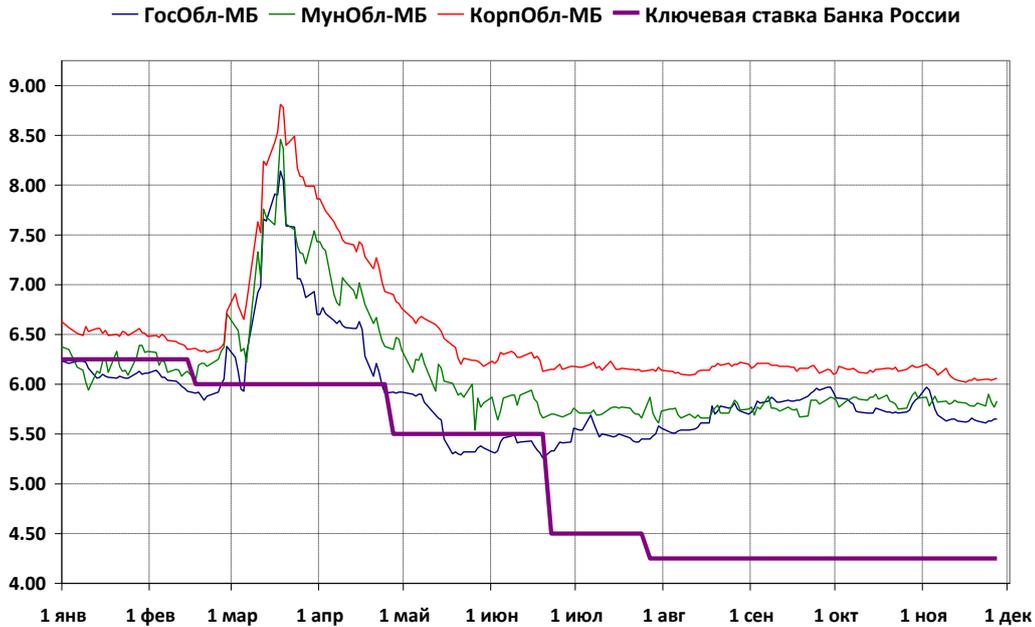


Источник: Банк России, БК «РЕГИОН»

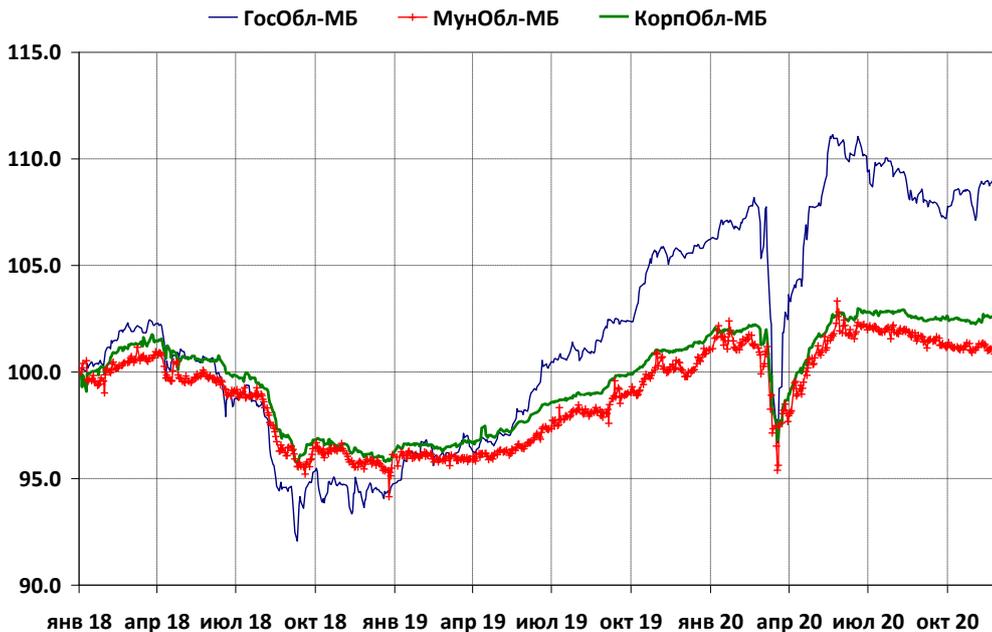


На рынке субфедеральных и корпоративных облигаций движение цен в течение прошедшей недели имело разнонаправленную динамику, которая в целом за неделю была негативной. В результате индекс средневзвешенной доходности субфедеральных облигаций Московской биржи вырос на 2 б.п. до уровня 5,83% годовых (при дюрации 2,62 года и спреде к G-кривой ОФЗ на уровне 113 б.п., который расширился на 1 б.п. за неделю). Индекс средневзвешенной доходности корпоративных облигаций Московской биржи по итогам недели вырос на 2 б.п. до уровня 6,06% годовых (при дюрации 2,52 года и спреде к G-кривой ОФЗ на уровне 139 б.п., который расширился на 5 б.п.).

Индексы средневзвешенной доходности МБ vs ключевая ставка Банка России



Индексы чистой цены облигаций МБ

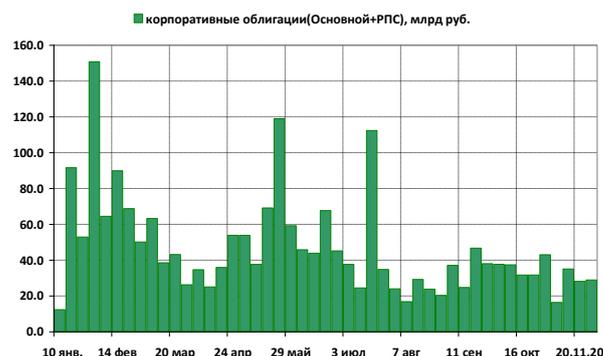
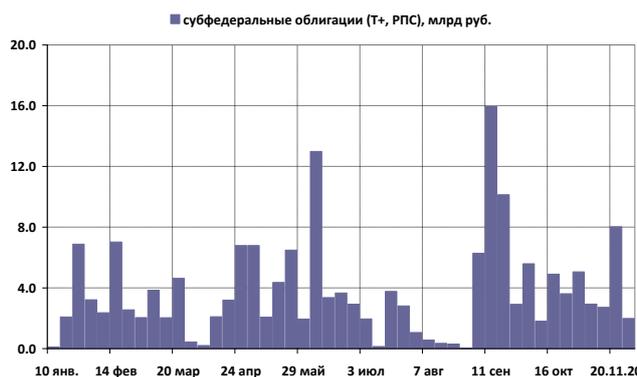
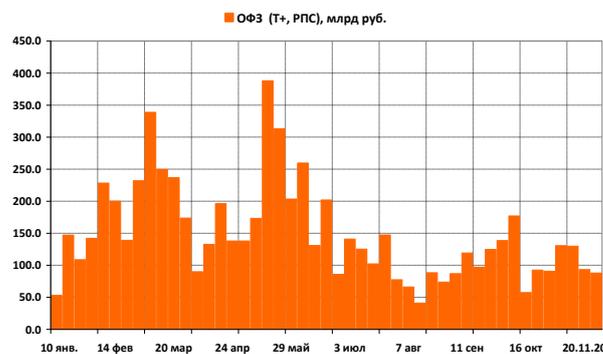
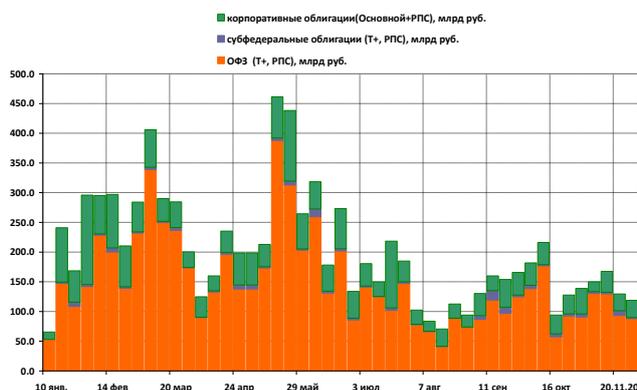


На 1 января 2018г. индексы приравнены к 100.
Источник: Московская биржа, Банк России



На прошедшей неделе суммарный объем сделок на Московской бирже с рублевыми облигациями составил 118,74 млрд руб., что было на 8,3% ниже показателя предыдущей недели. При этом повышение активности было зафиксировано только в секторе корпоративных облигаций, объем сделок с которыми вырос на 2,8% и составил около 28,9 млрд руб. Объемы сделок с федеральными и субфедеральными облигациями снизились на 5,8% и 75,3% до 87,87 и 1,98 млрд руб. соответственно.

Объемы еженедельных сделок на Московской бирже



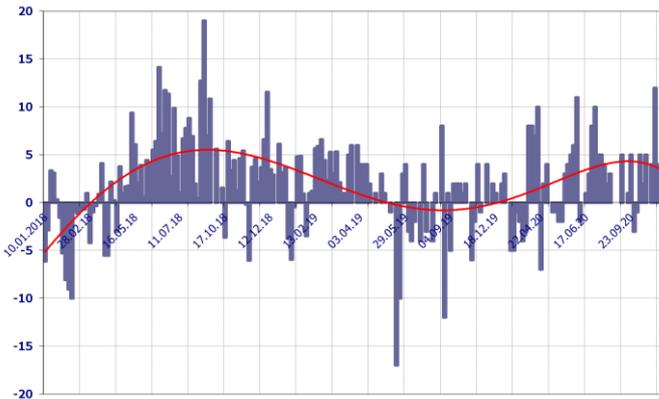
Источник: МБ, расчеты БК РЕГИОН

На аукционе 25 ноября инвесторам был предложен единственный выпуск: среднесрочный ОФЗ-ПД 26236 в объеме остатков, доступных для размещения в указанном выпуске. Объем удовлетворения заявок на аукционе определяется Минфином РФ, исходя из объема спроса, а также размера запрашиваемой участниками премии к фактически сложившимся на рынке уровням доходности.

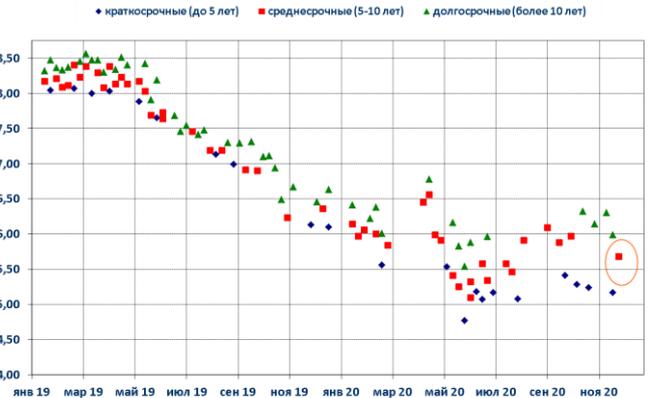
Очевидно, что ожидания инвесторов повышения доходности уже через один – полтора года (см. выше) и определяли в очередной раз низкий спрос на аукционе по размещению 7,5 летнего выпуска ОФЗ-ПД 26236, который был удовлетворен почти на 77%. А эмитент в условиях перевыполнения квартального плана может ограничивать «премию» для инвесторов, которая составила, по нашим оценкам, порядка 4-6 б.п. по средневзвешенной цене, что соответствует среднему уровню аукционных «премий».

По итогам размещений восьми аукционных дней в октябре и ноябре Минфин РФ разместил гособлигации на общую сумму порядка 2 316,899 млрд руб., выполнив на 115,84% план привлечения на рынке ОФЗ в IV квартале т.г., который был установлен на уровне 2 трлн руб. Вместе с тем, на текущий момент объем размещенных с начала текущего года ОФЗ составляет 5 160,867 млрд руб., что составляет 122,88% от плана четырех кварталов в объеме 4,2 трлн руб. (или 106,5% от квартального плана с учетом фактических размещений в первых трех кварталах на общую сумму 4 843,968 млрд руб.).

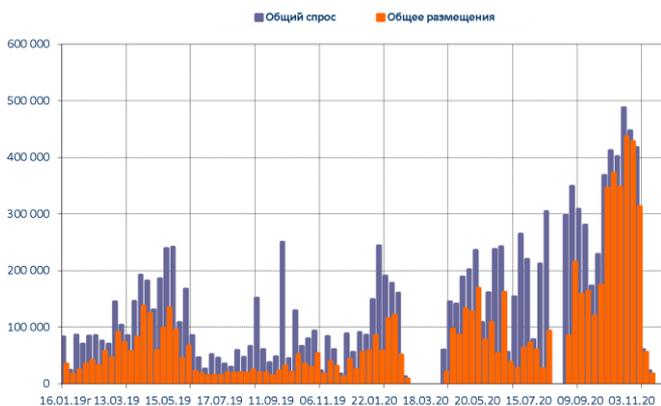
Средняя «премия» по доходности, б.п



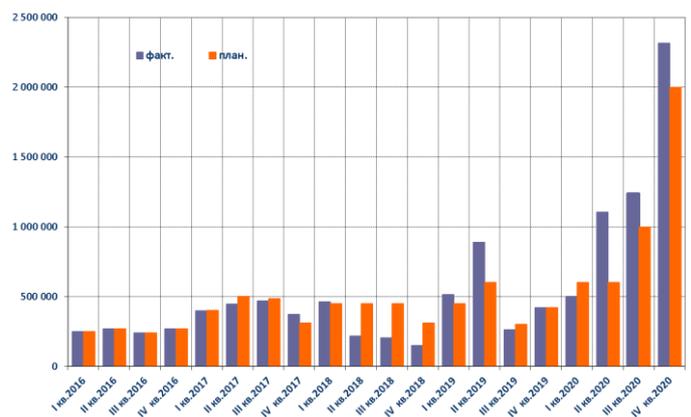
Доходность при размещении ОФЗ в 2019-2020г., % годовых



Объемы спроса и размещения ОФЗ, млн руб.



Размещение ОФЗ поквартально, млн руб.



Источник: Минфин РФ, расчеты БК РЕГИОН

На прошедшей неделе Директор департамента государственного долга и государственных финансовых активов Минфина РФ Петр Казакевич прокомментировал ситуацию на первичном рынке ОФЗ: «Ситуация России не уникальна, наверное, большинство стран были вынуждены увеличивать заимствования, и уже где-то в середине года мы уже поняли, что потребности бюджета в долговом финансировании превысят цифру 5 трлн рублей. Привлечь такой значимый объем средств за счет каких-то стандартных обычных практик невозможно, поэтому в ситуации, когда процентные ставки, как мы понимаем, достигли исторического минимума и скорее выше вероятность их роста, мы к середине года исчерпали объективно потенциал привлечения заемных средств с помощью инструментов с постоянным купоном. В этой связи, чтобы привлечь значительные объемы средств, которые нужно, мы были вынуждены нарастить значительно флоатеров - ОФЗ-ПК».

По его словам, валовой объем привлеченных средств с начала года составляет на данный момент 5,2 трлн рублей, чистое привлечение по итогам 2020 года ожидается в размере 5,02 трлн руб., а на следующий год у нас предусмотрено валовое привлечение в меньшем объеме - 3,7 трлн рублей, чистых - 2,7 трлн рублей.

По оценкам, озвученным главой департамента Минфина, потребность бюджета в долговом финансировании не превысит 350 млрд руб. до конца года. Это предполагает наличие у эмитента определенной гибкости, возможности тестировать рынок с помощью тех инструментов, которые



активно не предлагались в последнее время, т.е. ОФЗ-ПД с различными сроками, при этом сохраняются возможности привлечения средств с помощью флоатеров в ограниченном объеме. Кроме того директор департамента Минфина отметил, что «каких-то массированных заимствований теми темпами, которые были у нас в минувшие 1,5-2 месяца, ждать не стоит. Но при этом мы намерены присутствовать на рынке». **Таким образом, с учетом ожиданий представителя Минфина РФ и текущего объема размещений по итогам 2020 года объем заимствования на рынке ОФЗ может составить порядка 5,50-5,55 трлн руб.**

На первичном рынке в субфедеральном и корпоративном сегментах активность высокая. На прошедшей неделе состоялись размещения новых выпусков облигаций Роснефти, Нижегородской, Омской и Свердловской областей, Росбанка, прошел book-building выпусков РЖД и ЧТПЗ.

НК Роснефть (BBB-/Baa3/-/ruAAA) 26 ноября 2020г. разместила два выпуска 10-и летних облигаций на общую сумму 800 млрд руб. с офертой через 1 год и плавающей ставкой до оферты на уровне ключевой ставки Банка России плюс 0,1%. Можно добавить, что в начале декабря эмитенту предстоит погасить 4 выпуска собственных облигаций на общую сумму 400 млрд руб. по номинальной стоимости.

РЖД (BBB-/Baa2/BBB/AAA(RU)/ruAAA) в ходе сбора заявок инвесторов на бессрочные облигации установили ставку 1-го купона на уровне 7,25% годовых. Премия для 2-20-го купонов установлена в размере 175 б.п. к 7-летним ОФЗ. Объем размещения 33 млрд руб.

ЧТПЗ (-/Baa3/BB-/ruA+) собрал книгу заявок инвесторов на 3-летние облигации объемом 10 млрд руб. со ставкой ежеквартального купона на уровне 6,80% годовых (по нижней границе маркируемого диапазона купона 6,80-6,90%), что соответствует эффективной доходности к погашению через 3 года в размере 6,98% годовых.

В ближайшее время пройдут размещения АФК Системы, Совкомбанка, Челябинской и Московской областей, Белуга Групп, Ставропольского края и Калининградской области. О планах по выходу на публичный рынок долга заявили также ХэдХантер, Восточная стивидорная компания, Русская аквакультура, РОСНАНО, МСП Банк (субординированный выпуск), Ренессанс Кредит.

За 11 месяцев 2020 года объем **размещений субфедеральных облигаций** составил порядка 214 млрд руб., что более чем на 91% превышает объем размещений за весь 2019 год. Очевидно, что в декабре размещения продолжаться: на текущий момент уже объявлено о планах выхода на публичный рынок долга 4 регионов общим объемом 46 млрд руб., и на этом список желающих выйти на рынок не заканчивается. **По нашим оценкам по итогам 2020 г. объем размещенных субфедеральных облигаций может составить порядка 300 млрд руб.**, что более чем на 40% превысит предыдущий максимальный объем размещений, который был зафиксирован по итогам 2017г. в размере 212 млрд руб.

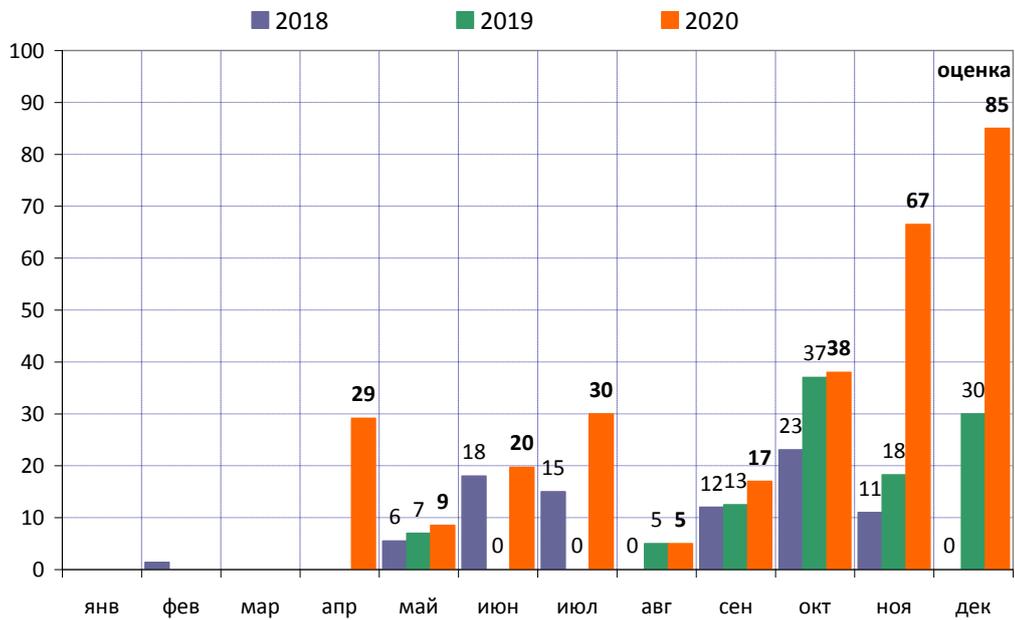
В текущем году регионы размещали облигации со сроком обращения 5-7 лет и с амортизацией долга, которая снижала дюрацию до 2,3-4,3 лет. Доходность размещенных облигаций зависела от кредитного качества региона и конъюнктуры рынка и составляла в пределах 5,8-6,6% годовых, что соответствовало спреду к G-кривой ОФЗ в пределах 80-180 б.п.

Причина столь активного заимствования на долговом рынке заключается в росте расходов и снижении доходов региональных бюджетов из-за пандемии коронавируса, которая охватила весь мир. По итогам 9 месяцев 2020г., по данным Минфина РФ, суммарный дефицит региональных бюджетов составил 355,817 млрд руб. или 5,56% от налоговых и неналоговых доходов против профицита в размере 15,506 млрд руб. или 0,17% от налоговых и неналоговых доходов по итогам 2019г. в целом.

Мы ожидаем, что в 2021 году высокая активность на первичном рынке субфедеральных облигаций сохранится и даже увеличится как за счет выхода на рынок «новых» регионов – эмитентов, так и за счет возвращения ряда «старых» регионов - заемщиков, которые несколько лет назад отказались от размещения облигаций.



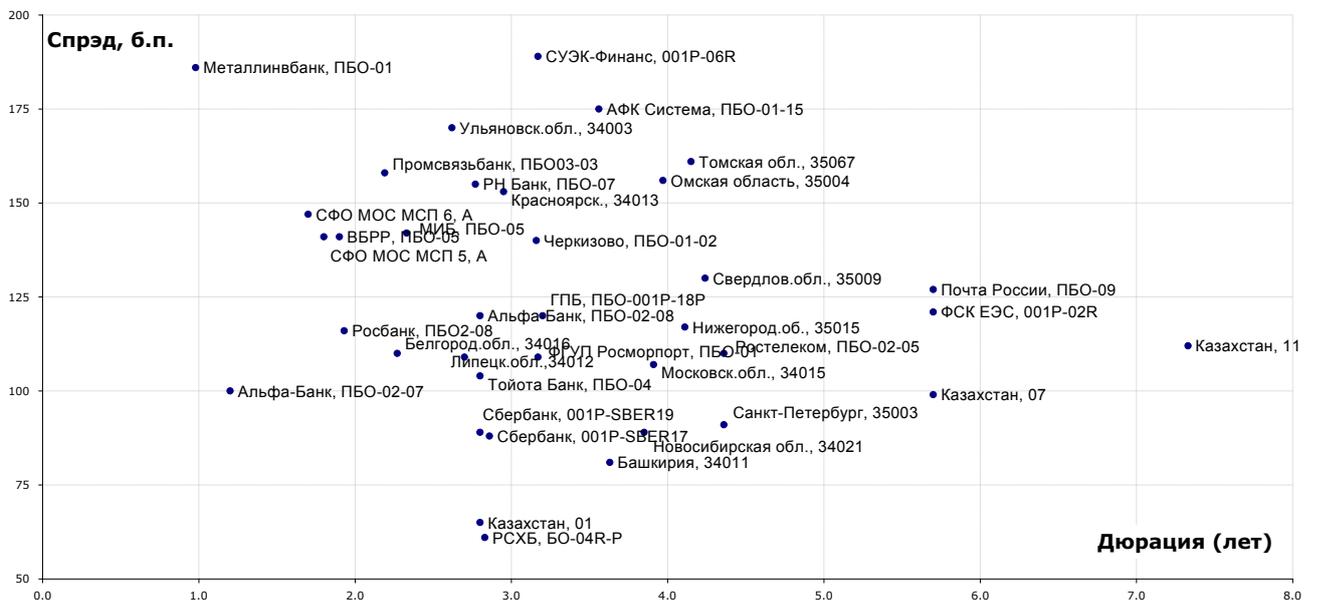
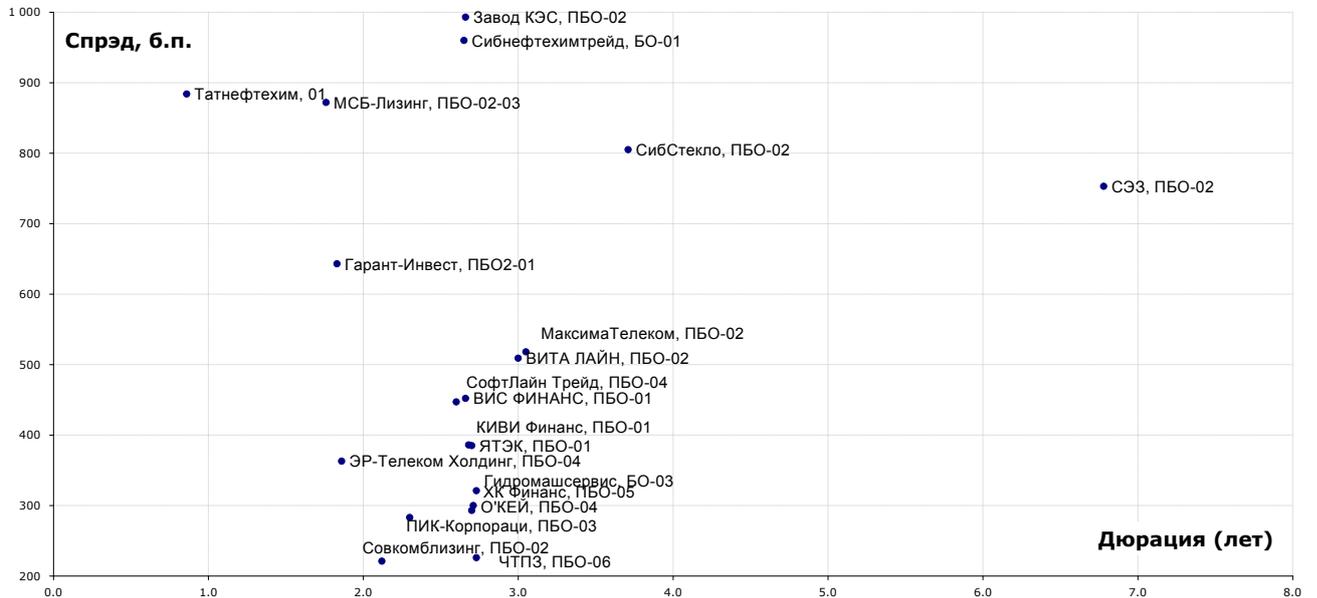
Объем размещения субфедеральных облигаций (помесечно)



Источник: расчеты и оценки БК РЕГИОН



Карта первичного рынка облигаций (спрэды к G-кривой ОФЗ, б. п.), сентябрь-ноябрь 2020г.



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»



**Общество с ограниченной ответственностью «Брокерская компания «РЕГИОН»
(ООО «БК РЕГИОН»)**

Адрес: Москва, Зубовский бульвар, д.11А, этаж 9, помещение I, комната 1
Многоканальный телефон: (495) 777 29 64

www.region.broker
REUTERS: REGION
BLOOMBERG: RGNM

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

Екатерина Шиляева (доб. 253, shilyaeva@region.ru)
Татьяна Тетеркина (доб. 112, Teterkina@region.ru)
Максим Швецов (доб. 694, SHvetsov@region.ru)

МАКРОЭКОНОМИКА, ОТРАСЛЕВАЯ АНАЛИТИКА

Валерий Вайсберг (доб.192, vva@region.ru)

АНАЛИТИКА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ

Александр Ермак (доб. 405, aermak@region.ru)
Юлия Гапон (доб. 294, gaпон@region.ru)

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к ООО «БК РЕГИОН» или третьих лиц заключать сделки с какими-либо финансовыми инструментами или как инвестиционные рекомендации, в том числе индивидуальные инвестиционные рекомендации.

Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. ООО «БК РЕГИОН» не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.
