



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

Рынок рублевых облигаций: резвый старт 2018 года

Основные итоги рынка рублевых облигаций за I квартал 2018 года

В I квартале 2018г. на рынке рублевых облигаций преобладала положительная динамика основных количественных и качественных показателей практически во всех его сегментах, несмотря на сохранение негативного давления со стороны многих внешних факторов. Высокие цены на нефть и относительно стабильный курс рубля поддерживали интерес инвесторов-нерезидентов к рублевым активам, и прежде всего, к ОФЗ. Смягчение денежно-кредитной политики Банком России, который снизил ключевую ставку на 50 б.п., на фоне крайне низкой инфляции, которая в течение первых двух месяцев держалась на уровне 2,2% год к году, а в марте незначительно повысилась до 2,4%, - были основными внутренними факторами поддержки долгового рынка. По итогам рассматриваемого периода рынок рублевых облигаций вырос почти на 2%, приближаясь к уровню 18,8 трлн. руб. Крайне активно проходили первичные размещения на рынке федеральных и корпоративных облигаций, объемы которых на 15% и 55% превышали показатель за аналогичный период предыдущего года. Доходность облигаций вернулась на уровень, который мы наблюдали около 5,5 лет назад.



Ключевые события I квартала 2018г., оказавшие влияние на долговой рынок

Основные внешние факторы

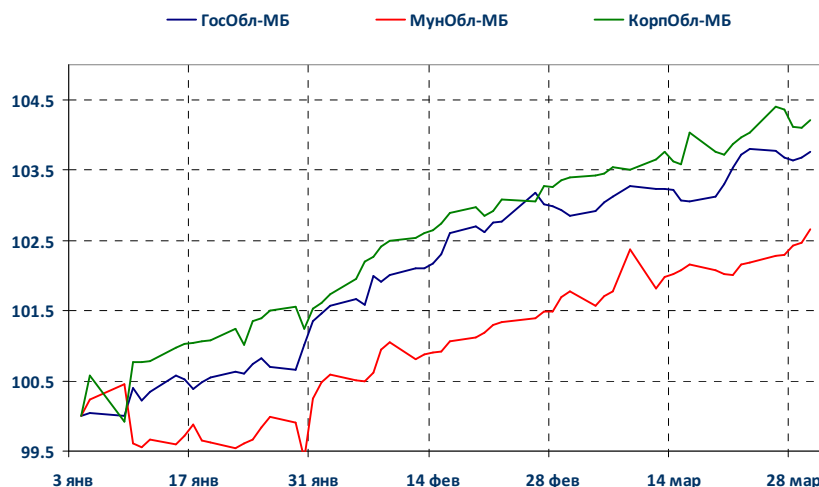
- ✓ возросшие ожидания ужесточения денежно – кредитной политики США вследствие восстановления американской экономики;
- ✓ рост доходности государственных облигаций США;
- ✓ ослабление доллара в первые месяцы квартала;
- ✓ рост волатильности на рынке акций США;
- ✓ рост спроса на риск развивающихся рынков;
- ✓ стабильно высокие цены на нефть (трехмесячный фьючерс на Brent, завершивший 2017 год на отметке порядка \$66,9 за баррель, в конце I квартала 2018 г. торговался выше \$70 за баррель);
- ✓ позитивные рейтинговые действия в отношении суверенного рейтинга России со стороны Moody's (повышение прогноза по рейтингу до «позитивного») и S&P (повышение рейтинга на одну ступень до «BBB-») и подтверждение «позитивного» прогноза;

Основные внутренние факторы

- ✓ замедление инфляции в РФ (с начала года она составила, по оценкам Росстата, 0,8%);
- ✓ смягчение денежно-кредитной политики Банком России (на состоявшихся двух заседаниях ключевая ставка снижалась регулятором дважды по 25 б.п.);
- ✓ наращивание ликвидности в банковской системе России;
- ✓ ожидания и приток пенсионных накоплений «молчунов» (в рамках переходной кампании 2017 года негосударственные пенсионные фонды получили порядка 163 млрд. руб. пенсионных накоплений граждан);

Вместе с тем, не отрицая влияния всех перечисленных выше внутренних факторов, считаем, что в I квартале 2018 г. состояние долгового рынка России и активность эмитентов по выходу на первичный рынок определялись в первую очередь геополитическим фоном. Достаточно много времени инвесторы находились под давлением ожиданий: публикации «Доклада о российских олигархах», возможности принятия США решения о запрете на вложения в российский государственный долг, введения новых санкций по делу «Скрипаля», очередного ужесточения санкций со стороны США, начала и расширения торговых войн США с Китаем и другими странами, обострения напряженности в Сирии и т.п.

Индексы совокупного дохода рублевых облигаций МБ в 2016-2018гг.

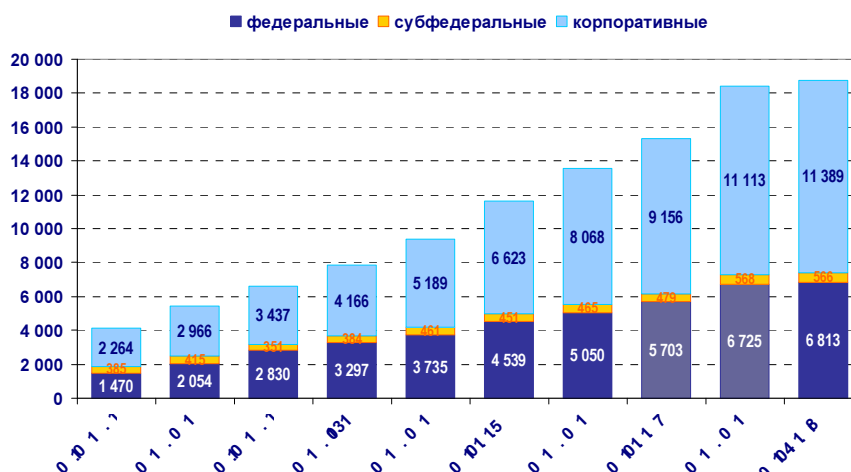


Источники: индексы облигаций МБ, расчеты БК «РЕГИОН» (на 01.01.2017г. значения индексов = 100%)

Объем и структура рынка рублевых облигаций

На конец I квартала 2018г. общий объем рынка рублевых облигаций увеличился на 1,97% по сравнению с началом года и составил более 18,768 трлн. руб. При этом объем рынка ОФЗ вырос на 1,32% и составил около 6,814 трлн. руб. Объем корпоративных облигаций в обращении составил на конец рассматриваемого периода около 11,389 трлн. руб., что на 2,48% выше уровня начала года. Единственным сектором, где было зафиксировано незначительное снижение (-0,22%) стал рынок субфедеральных облигаций, объем в обращении которых снизился до 566,4 млрд. руб.

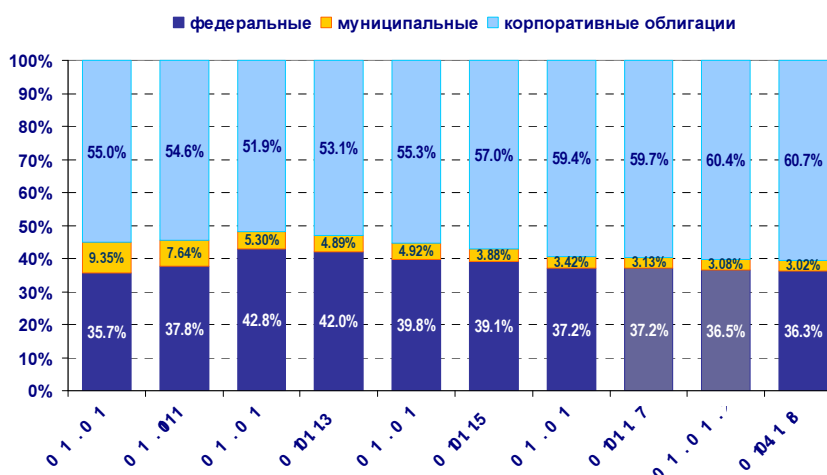
Рисунок 1.1. Объем рублевого облигационного рынка в обращении, млрд. руб.



Источник: расчеты БК «РЕГИОН».

В результате структура рынка рублевых облигаций изменилась незначительно: доля ОФЗ снизилась до 36,3% с 36,54% в начале года, доля корпоративных облигаций выросла на 0,3 п.п. и составила 60,68%, что является максимальным значением за всю историю рынка. Доля субфедеральных облигаций практически не изменилась (по сравнению с началом года снижение всего на 0,06 п.п.), вновь показав очередной исторический минимум в размере 3,02% против 3,08% на начало 2018г.

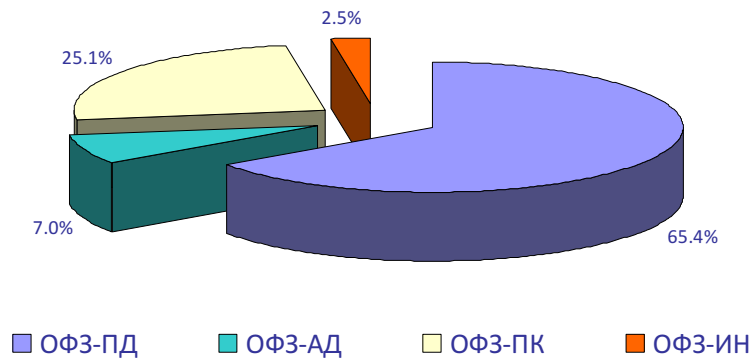
Рисунок 1.2. Структура рублевого облигационного рынка в обращении, %



Источник: расчеты БК «РЕГИОН».

На рынке государственных облигаций основную долю в размере около 65,4% (+1,8п.п. с начала года) занимают облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД). С 8,0% в начале года до 7,0% снизилась доля облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД). Доля ОФЗ-ПК снизилась с начала года на 0,8 п.п. до 25,1%. Около 2,49% (-0,01% с начала года) рынка занимал пока единственный выпуск облигаций федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН). Размещение второго выпуска ОФЗ-ИН в объеме 150 млн. штук запланировано начать в апреле 2018г.

Рисунок 2.1. Структура рынка федеральных облигаций



Источник: расчеты БК «РЕГИОН».

14 марта 2018г. завершилось размещение облигаций федерального займа для населения (ОФЗ-н) выпуска 53002. В отличие от первого выпуска (53001), который был реализован в полном объеме на сумму 30 млрд. руб. по номинальной стоимости в 2017г., из второго выпуска было продано облигаций на сумму около 11,395 млрд. руб. или 75,96% от заявленного объема. 15 марта 2018г. началось размещение очередного выпуска ОФЗ-н 53003 в объеме 15 млрд. руб. по номиналу. На конец марта было реализовано облигаций на сумму 1,728 млрд. руб. (около 11,5% от заявленного объема).

Нельзя не отметить, что темпы продаж ОФЗ-н снижаются с каждым новым выпуском (траншем). Так, например, за первые двенадцать дней с начала размещения было продано 65,7% облигаций 1-го транша и 21,6% 2-го транша серии 53001, 17,03% облигаций серии 53002 и всего 11,5% облигаций серии 53003.

Рисунок 2.3. Доля размещенных ОФЗ-н серий 53001 – 53003

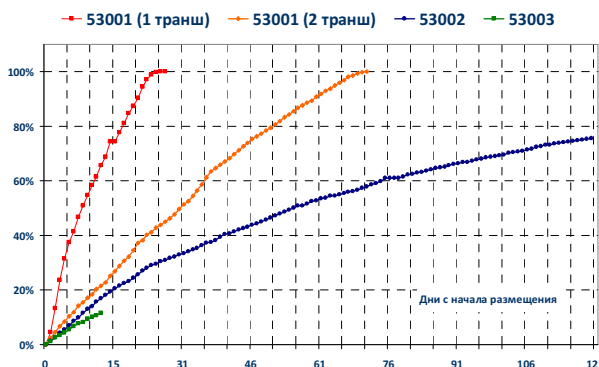
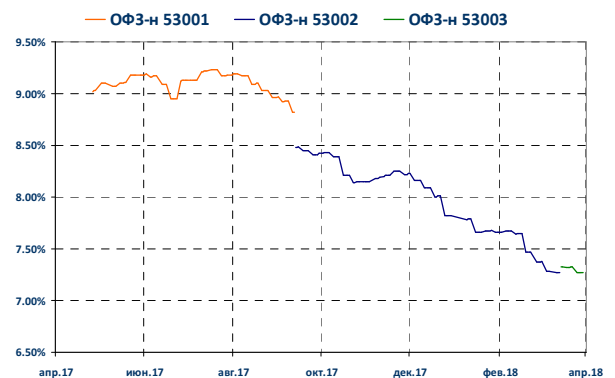


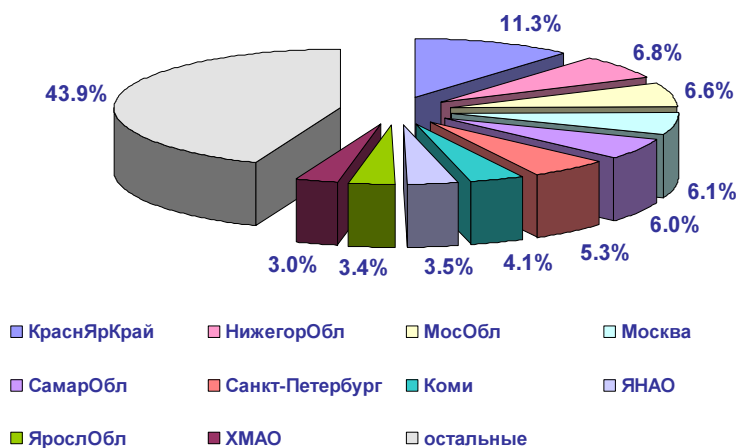
Рисунок 2.4. Доходность к погашению ОФЗ-н, % годовых (*)



* до вычета комиссионного вознаграждения агента
Источник: данные Минфина, расчеты БК «РЕГИОН»

На рынке субфедеральных и муниципальных облигаций на конец 1 квартала 2018г. были представлены 126 выпусков долговых ценных бумаг 53 эмитентов, в том числе 11 выпусков 5 органов местной власти. Максимальную долю рынка по объему в обращении (около 11,3%) по-прежнему занимают облигации Красноярского края. Второй и третьей по объему облигационных займов стали Нижегородская и Московская области с долей 6,8% и 6,6% рынка соответственно. Доля облигаций Москвы, которая не размещала свои долговые ценные бумаги с октября 2013г., сохранилась с начала года на уровне 6,1% (против 12% на начало 2017 года и около 23% еще годом ранее). Замыкают пятерку крупнейших регионов Самарская область (6,0%), за которой следует Санкт-Петербург с долей 5,3%. Десять крупнейших региональных заемщиков с суммарной долей около 56,1% представлены на графике.

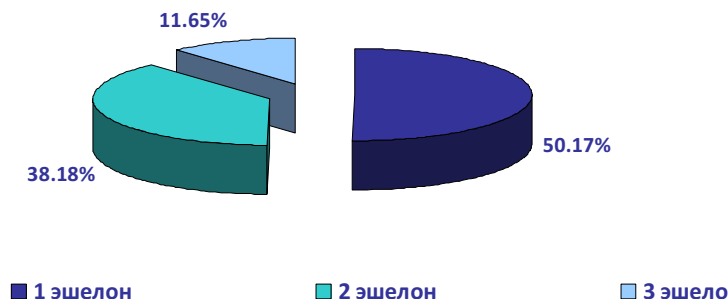
Рисунок 3.1. Структура рынка субфедеральных и муниципальных облигаций



Источник: расчеты БК «РЕГИОН».

На конец 1 квартала 2018г. доля облигаций региональных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) не изменилась с начала года и осталась на уровне 50,17% от суммарного объема рынка. Сохранили свои доли облигации второго и третьего эшелонов, которые составили 38,1% и 11,7% соответственно.

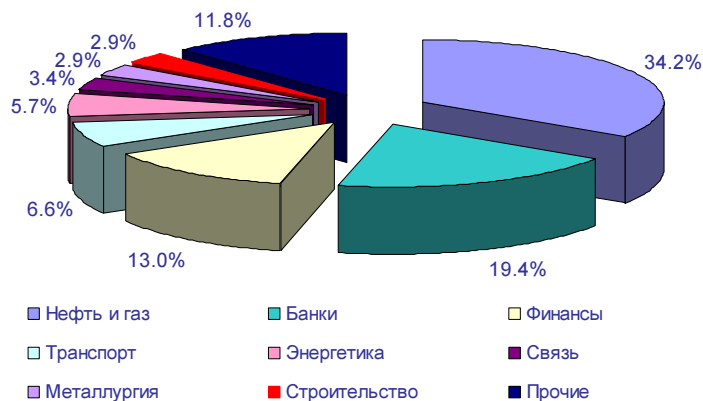
Рисунок 3.2. Эшелонированность рынка субфедеральных и муниципальных облигаций, % от общего объема



Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН».

На рынке корпоративных облигаций по итогам 1 квартала 2018г. нефтегазовый сектор сохраняет свое лидерство с долей 34,2% в общем объеме против 33,9% на начало рассматриваемого периода, опережая банковский сектор, доля которого несколько выросла с начала года с 19,1% до 19,4%. Порядка 13,0% (против 13,6% на начало года) приходится на финансовый сектор (в котором наиболее широко представлены облигации ипотечных агентов, а также облигации лизинговых, страховых и других финансовых компаний). Из отраслей реального сектора высокие позиции занимают: транспорт и энергетика с долей порядка 6,6% и 5,7% (6,4% и 5,8% на начало года) соответственно. Около 3,4% (3,3% на начало года) от общего объема занимает связь, примерно по 2,9% (3,0% на начало года) приходится металлургию и строительство. Доля облигаций эмитентов остальных отраслей составила около 11,8%.

Рисунок 4.1. Отраслевая структура рынка корпоративных облигаций

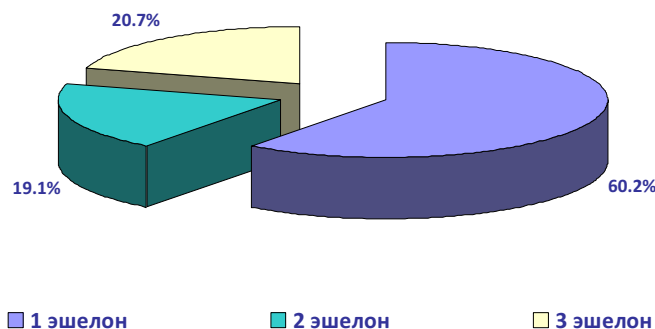


Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН»

Крупнейшими заемщиками на рынке корпоративных облигаций на конец I квартала 2018г. являлись: НК «Роснефть» (с долей 25,7%), РЖД (5,5%), ФСК ЕЭС (3,1%), Транснефть (3,0%), Башнефть (1,2%). Госкорпорация ВЭБ занимает 3,0% (без учета краткосрочных облигаций), ДОМ.РФ (АИЖК) - 1,5% от общего объема рынка. Среди кредитных организаций крупнейшими заемщиками являются Россельхозбанк (с долей около 2,6%), Банк ГПБ (1,6%) и Сбербанк (1,1%).

Доля облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством), которая оценивается нами на конец 1 квартала 2018г на уровне 60,2% против 61,3% на начало года от суммарного объема рынка. Доля облигаций второго эшелона составляет, по нашим оценкам, 19,1% (на начало года - 20,3%), третьего эшелона – 20,7% (на начало года - 18,4%).

Рисунок 4.2. Эшелонированность рынка корпоративных облигаций

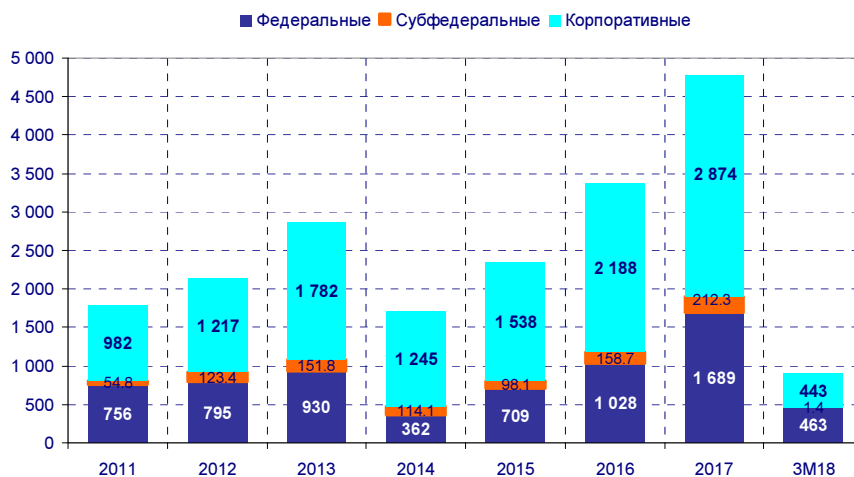


Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН»

Основные показатели первичного рынка

Объем первичных размещений рублевых облигаций в I квартале 2018г. составил, по нашим оценкам, около 908,0 млрд. руб., превысив на 32,5% показатель аналогичного периода 2017 года (рис. 5). При этом на долю ОФЗ пришлось 51,0% от общего объема размещений, на субфедеральные и корпоративные облигации – 0,2% и 48,8% соответственно.

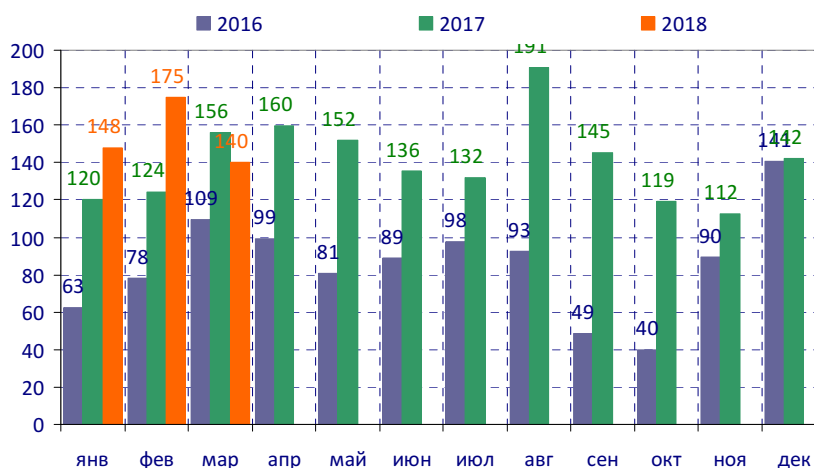
Рисунок 5. Объем первичного размещения облигаций в 2011–2017гг., млрд. руб.



Источники: Московская Биржа, расчеты БК «РЕГИОН»

Лучшую динамику показал **первичный рынок ОФЗ**, объем размещений гособлигаций составил за I квартал 2018г. около 463,2 млрд. руб., что на 15,7% больше, чем за аналогичный период предыдущего года. При этом эмитент на 2,9% перевыполнил план по привлечению на внутреннем рынке, который был установлен в объеме 450 млрд. руб. по номиналу.

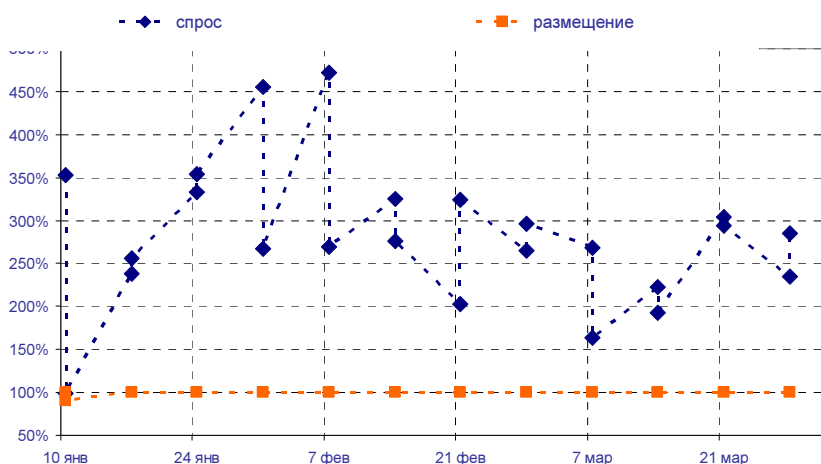
Рисунок 6. Объем размещения ОФЗ в 2016-2018гг., млрд. руб.



Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

Практически все аукционы с начала текущего года прошли при высоком спросе со стороны инвесторов, который составлял в пределах 150–450% от объема предложения (рис. 7.1). А в среднем по итогам I квартала 2018г. спрос составил 281% от объема предложения. По итогам 23 из 24 прошедших аукционов предложение было реализовано на 100%. Лишь на одном из первых аукционов было размещено только 90,1% от предложенного объема 10-и летнего выпуска.

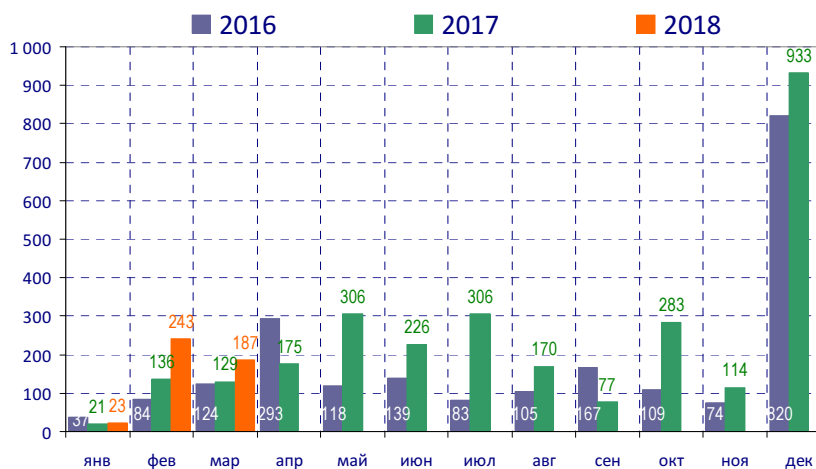
Рисунок 7. Объем спроса и размещения, в % от объема предложения ОФЗ



Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

По итогам I квартала 2018г. объем **первичных размещений корпоративных облигаций** составил около 443,5 млрд. руб. (без учета краткосрочных биржевых облигаций ВТБ и ВЭБ), что на 55,5% выше аналогичного показателя за 2017г., когда корпоративные заемщики привлекли на облигационном рынке денежные средства на сумму 285,1 млрд. руб.

Рисунок 8. Объем размещения корпоративных облигаций, млрд. руб.



Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

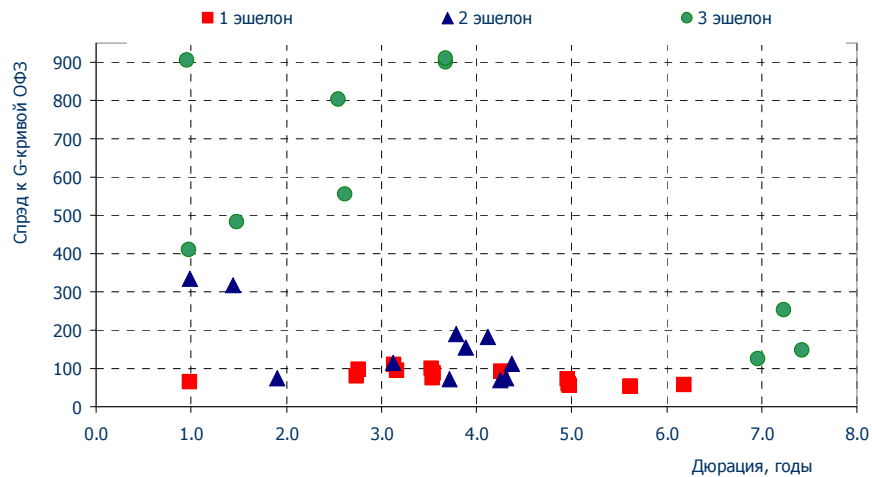
В конце прошлого года ВЭБ дебютировал на первичном локальном рынке с краткосрочными облигациями, предназначенными для инвестирования временно свободной ликвидности юридических лиц нефинансового сектора. В течение 1 квартала 2018г. ВЭБ разместил 23 выпуска со сроком обращения до 1 месяца на общую сумму 229,4 млрд. руб. по номинальной стоимости (размещенный объем двух выпусков в конце прошлого года составил около 15,1 млрд. руб.).

Наиболее активным месяцем по объемам размещения облигаций I квартала 2018г. стал февраль, когда заемщики привлекли порядка 243 млрд. руб. Рынок позитивно воспринял отказ от расширения антироссийских санкций со стороны США, направленных на ограничение вложений в российские государственные облигации. Спад неопределенности в этом вопросе вызвал бум размещений на рынке, но преимущественно эмитентов первого эшелона. При этом мы также не заметили существенного изменения в предпочтениях инвесторов, что, как правило, оценивается в терминах спрэдов. Банки первого эшелона размещались со спрэдом к суверенной кривой, близким к 100 б.п., при этом для эмитентов-корпоратов



первого эшелона достаточной премией были 50-70 б.п. Эмитенты второго эшелона размещали свои облигации со спрэдом к кривой ОФЗ преимущественно на уровне 70-190 б.п. при дюрации 2,0 – 4,5 года. Размещение выпусков эмитентов третьего эшелона проходило при более широком спрэде к ОФЗ от 150 б.п. до 900 б.п.

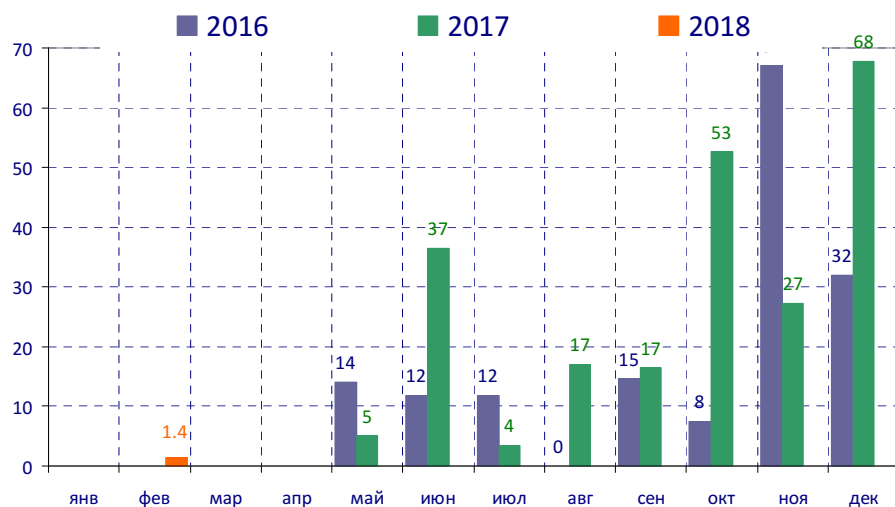
Рисунок 9. Доходность первичных размещений корпоративных облигаций в 2018г.



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

На первичном рынке субфедеральных и муниципальных облигаций в I квартале 2018г. состоялось одно доразмещение: 28 февраля Ненецкий АО доразместил выпуск 2017г. на сумму 1,35 млрд. руб. Доходность при размещении выпуска составила 8,03% годовых, что соответствовало спрэду к «кривой» ОФЗ в размере 155 б.п. при дюрации 3,04 года. Первые кварталы традиционно характеризуются отсутствием первичных размещений на рынке субфедеральных облигаций. Первые размещения начинаются обычно в мае – июне. А вот второе полугодие и особенно последние месяцы года традиционно является периодом высокой активности субфедеральных и муниципальных заемщиков: в 2016г. порядка 83% от общего годового объема первичных размещений региональных эмитентов приходилось на вторую половину года, а в 2017г. эта доля составила более 88% (в т.ч. около 49% за последние два месяца).

Рисунок 11. Объем размещений субфедеральных облигаций, млрд. руб.

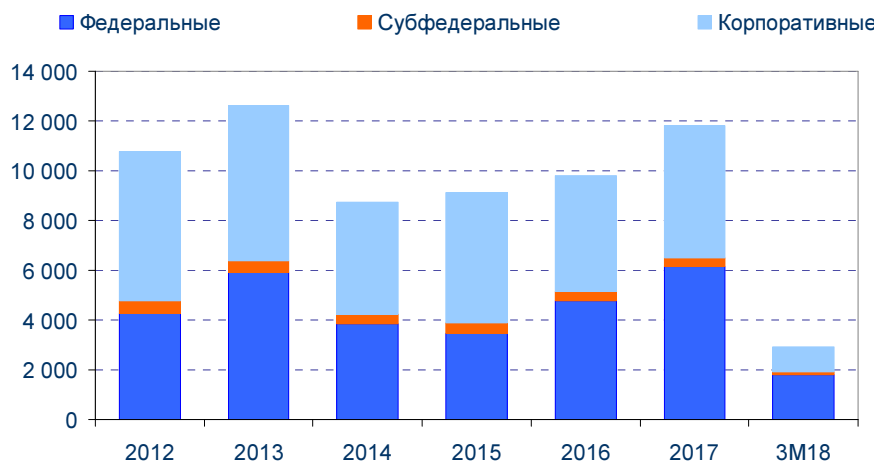


Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

Обороты вторичного рынка

По итогам I квартала 2018г. объем биржевых сделок с рублевыми облигациями превысил 2,915 млрд. руб., что на 33,7% выше показателя за аналогичный период 2017г. При этом максимальный рост объема сделок, составивший 67,2% к показателю аналогичного периода предыдущего года, продемонстрировали облигации федерального займа, биржевой оборот по которым превысил 1,912 трлн. руб. Более чем в 2,3 раза к уровню I квартала 2017г. вырос объем биржевых сделок с субфедеральными облигациями, составивший в текущем году около 98 млрд. руб. Единственным сектором рублевого долгового рынка, объем сделок в котором уступил результату аналогичного периода предыдущего года, стали корпоративные облигации. Объем сделок с данными ценными бумагами составил около 1,005 трлн. руб., что на 4,7% ниже показателя предыдущего года (рис. 14).

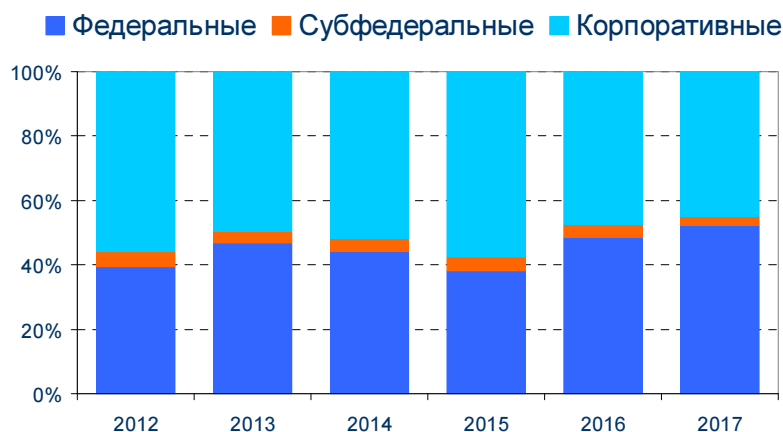
Рисунок 13.1. Объем биржевых сделок с облигациями, млрд. руб.



Источники: тоех.com, расчеты БК «РЕГИОН»

Как и в прошлом году, **объем биржевых торгов с ОФЗ** вновь превысил показатель по корпоративным облигациям: доля ОФЗ в суммарном объеме в I квартале 2018г. составила 62,2% против 34,5% по корпоративному долгу (52,3% против 44,9% по итогам всего 2017г.). На долю сделок с субфедеральными и муниципальными облигациями пришлось 3,4% от суммарного оборота против 2,8% по итогам всего 2017г.

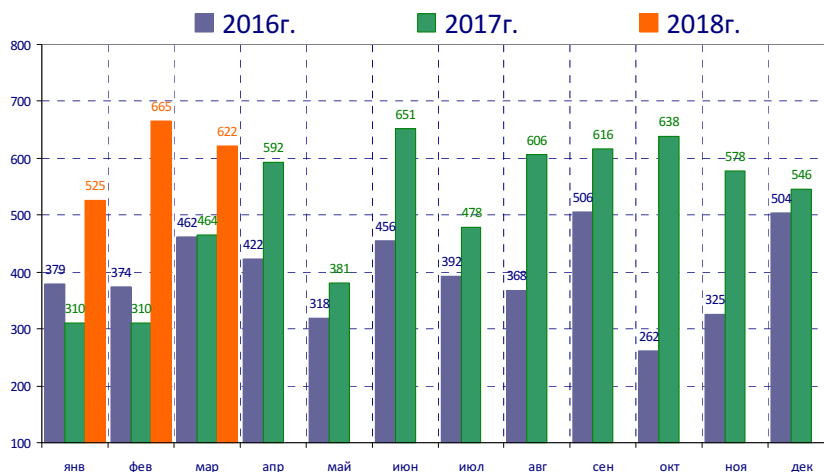
Рисунок 13.2. Структура биржевых сделок с облигациями, в % от суммарного объема



Источники: тоех.com, расчеты БК «РЕГИОН»

В феврале 2018г. на рынке ОФЗ был зафиксирован максимальный объем сделок в объеме 665 млрд. руб., превысив предыдущий рекорд, составивший около 651 млрд. руб. в июне 2017г.

Рисунок 14. Объем торгов с ОФЗ в 2016-2018гг., млрд. руб.

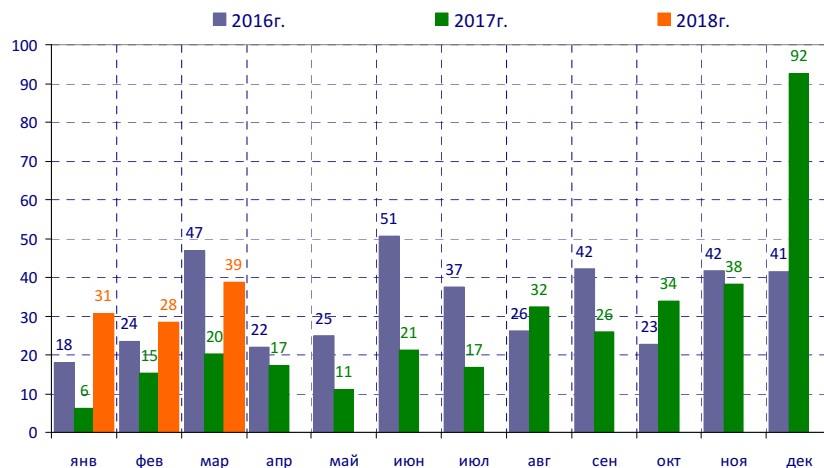


Источники: toex.com, расчеты БК «РЕГИОН»

Среди обращающихся на конец I квартала 2018г ОФЗ наиболее активно торговался один из самых долгосрочных выпусков ОФЗ-ПД 26221 с погашением в январе 2025г., суммарный объем сделок с которым на основной сессии и в РПС Московской биржи составил около 221,7 млрд. руб. или около 13,8% от суммарного объема биржевых сделок с облигациями федерального займа. Второй результат с объемом 162,8 млрд. руб. (10,1% от суммарного) был зафиксирован по выпуску ОФЗ-ПД 26212 с погашением в январе 2028г. В тройку наиболее ликвидных бумаг вошел выпуск ОФЗ-ПД 26222 с погашением в октябре 2024г., объем сделок по которому составил около 157,7 млрд. руб. и 9,8% от суммарного объема биржевых сделок. На долю 10 наиболее торгуемых выпусков пришлось около 67,6% от суммарного объема биржевых сделок, а на долю 20 наиболее активно торгуемых выпусков – около 94% от суммарного оборота.

На **вторичном рынке субфедеральных облигаций** в I квартале 2018г. сделки проходили достаточно активно: среднемесячный оборот составил около 32,5 млрд. руб. против порядка 14 млрд. руб. за аналогичный период 2017г. Такой уровень активности наблюдается традиционно во второй половине года, когда регионами проводятся массовые первичные размещения.

Рисунок 15 Объем торгов с субфедеральными облигациями, млрд. руб.

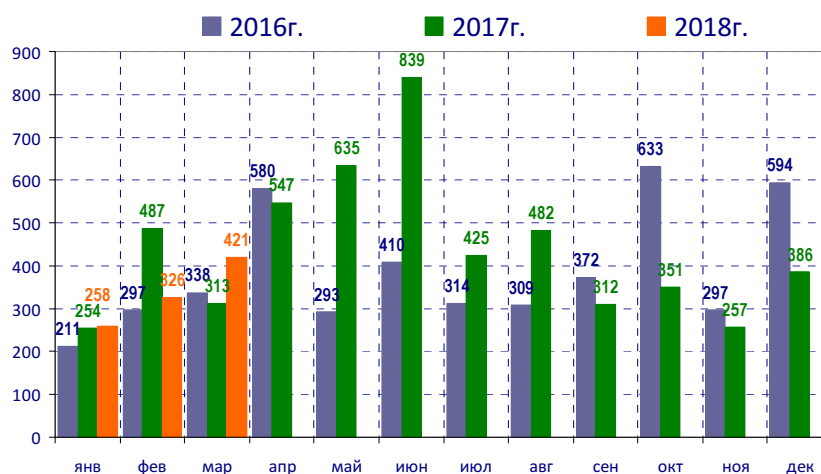


Источники: toex.com, расчеты БК «РЕГИОН»

Максимальную ликвидность в I квартале 2018г. на вторичном рынке субфедеральных облигаций показал выпуск Санкт-Петербурга 35001, объем сделок с которым на основной сессии и в РПС Московской биржи составил около 14,2 млрд. руб. или 14,5% от суммарного объема сделок с региональными облигациями. Порядка 7,2 и 6,9 млрд. руб. (с долей около 7,4% и 7,04% рынка) составили обороты по облигациям НижгорОб10 и МосОбл2017. При этом на долю 10 наиболее активно торгуемых выпусков пришлось около 55,3% от суммарного оборота по субфедеральным и муниципальным облигациям на Московской бирже, а на долю 20 выпусков – 73,2%.

В I квартале 2018г. на рынке корпоративных облигаций наибольший биржевой оборот в размере около 421 млрд. руб. был зафиксирован по итогам марта. Среднемесячный объем биржевых торгов составил порядка 335 млрд. руб., что на 5% ниже среднего показателя за аналогичный период 2017г.

Рисунок 16 Объем торгов с корпоративными облигациями в 2016-2017гг., млрд. руб.



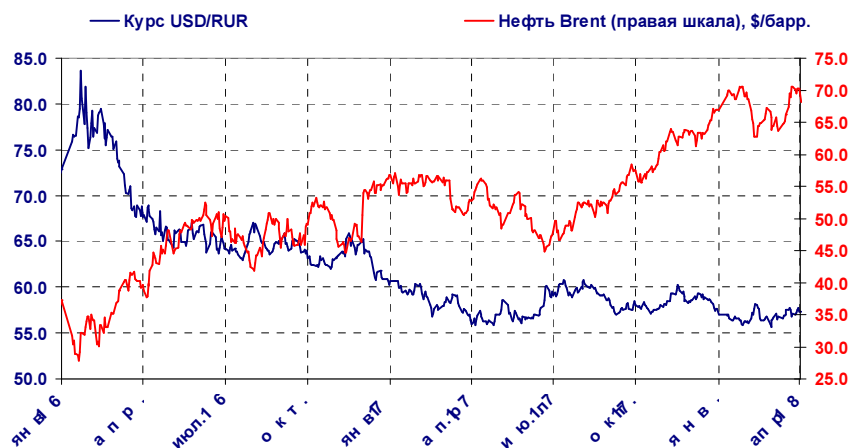
Источники: тоех.com, расчеты БК «РЕГИОН»

В I квартале 2018г. среди корпоративных облигаций наибольший биржевой объем сделок в размере 28,86 млрд. руб. (3,0% от суммарного объема по корпоративным облигациям) был зафиксирован по выпуску РусГидро серии ПБО-05. Второе, четвертое, пятое, шестое и 10 место заняли выпуски НК «Роснефть» (Роснфт2Р4, РоснефтьБ1, РоснефтьБ7, РоснфтБО9, Роснфт1Р2 и Роснфт2Р5), объем сделок с которыми составил около 26,6 млрд., 20,7 млрд., 20,4 млрд., 17,5 млрд., 16,5 млрд. и 13,8 млрд. руб. (или от 2,7% до 1,4% от суммарного объема соответственно). Третьим среди наиболее торгуемых бумаг стал выпуск БО-02 БИНБАНКА, объем сделок с которым составил около 24,6 млрд. руб. или 2,5% от суммарного показателя. Седьмое и девятое место заняли выпуски Транснефть серии БО1Р8 и РЖД серии 1Р-05R с биржевым объемом 16,7 и 14,0 млрд. руб. (1,7% и 1,4%) соответственно. При этом на долю 10 наиболее активно торгуемых выпусков пришлось около 20,5% от суммарного оборота по корпоративным облигациям на Московской бирже, а половина суммарного оборота пришлось на сделки с 44 выпусками (из 1182 в обращении на конец года).

Конъюнктура рынка рублевых облигаций

При общем снижении доходности рублевых облигаций по итогам I квартала 2018г. ситуация на рынке в течение рассматриваемого горизонта не была однозначной. Под влиянием внешних и внутренних факторов, среди которых можно выделить, прежде всего, динамику цен на нефть и курса рубля, периоды бурного роста цен на облигации сменялись периодами краткосрочной негативной коррекции и бокового тренда.

Рисунок 17. Официальный курс рубля и котировки фьючерсов на нефть марки Brent

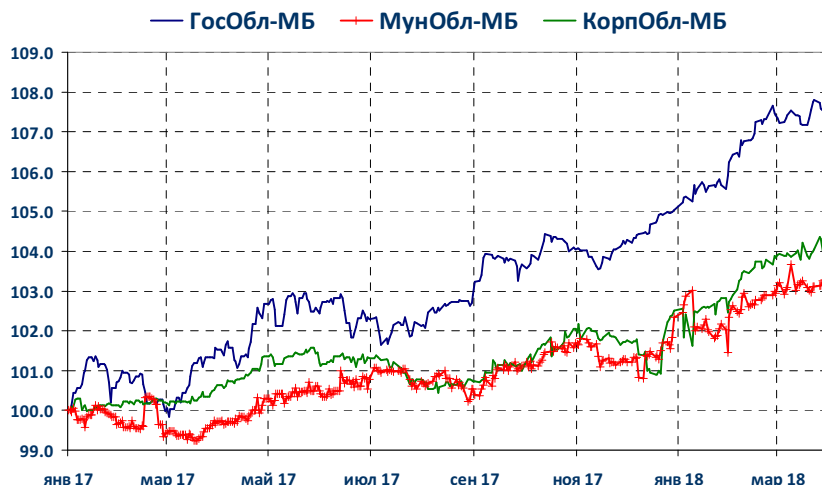


Источники: Банк России, REUTERS, БК «РЕГИОН»

Сохранение благоприятной конъюнктуры на рынке рублевых облигаций в начале 2018г. было связано с продолжением роста цен на нефть после достижения в конце предыдущего года соглашения о сохранении ограничений на добычу нефти в 2018г. странами ОПЕК+, со стабильным курсом рубля и, соответственно, с возвращением интереса к рублевым активам со стороны инвесторов – нерезидентов (подробнее смотри ниже). При этом рубль оставался достаточно стабильным, несмотря на высокую волатильность нефтяных цен в феврале т.г.

На рынке ОФЗ стабильный рост цен наблюдался в первой половине января, практически весь февраль и в отдельные периоды марта, реагируя в т.ч. на позитивные действия международных рейтинговых агентств в отношении суверенного рейтинга России.

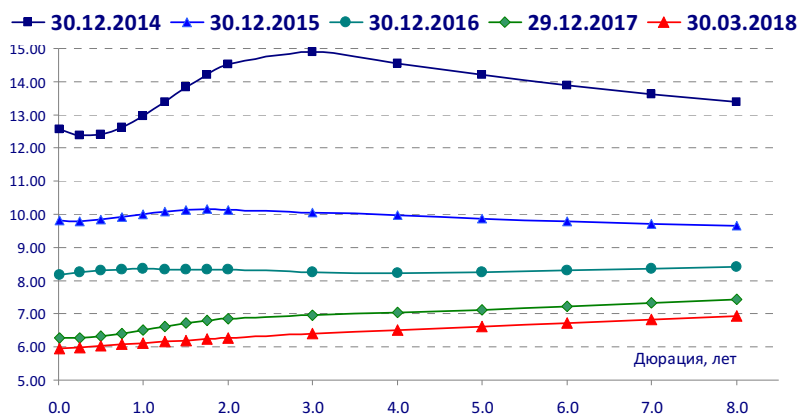
Рисунок 18.1. Динамика приведенных ценовых индексов МБ в 2017-2018гг. (на 01.01.2017г.=100)



Источники: moex.com, БК «РЕГИОН»

В течение квартала доходность на рынке ОФЗ плавно снижалась по всем срокам обращения облигаций и к концу рассматриваемого периода опустилась от 40-45 до 50-60 б.п. на всей «кривой».

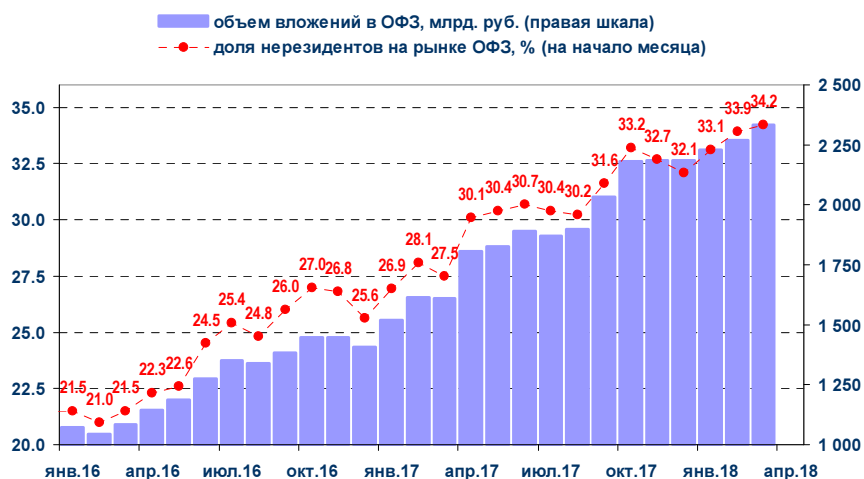
Рисунок 18.2. G-кривая бескупонной доходности ОФЗ в 2014 – 2018гг.



Источники: тоех.com, БК «РЕГИОН»

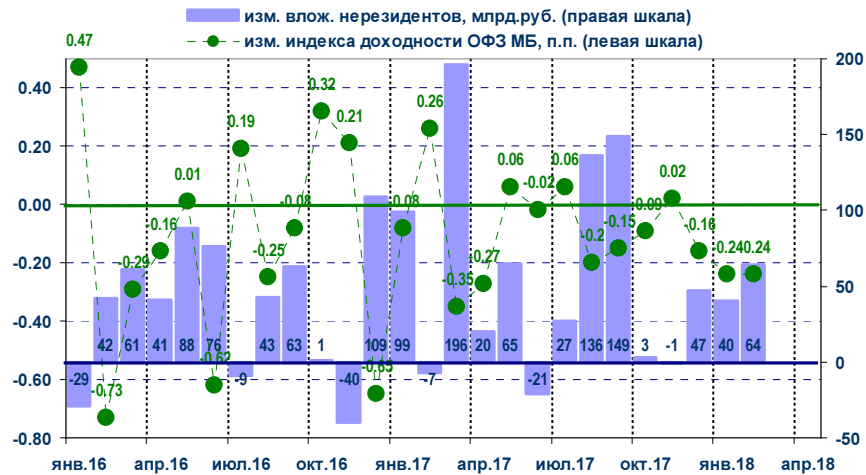
Говоря о конъюнктуре рынка ОФЗ, нельзя не отметить сохраняющееся влияние операций инвесторов – нерезидентов. Несмотря на ожидания новых санкций со стороны США, которые могли бы затронуть государственный внутренний долг РФ, в январе нерезиденты продолжали наращивать свои вложения. А в феврале после того, как стало известно об отсутствии новых санкций из-за их нецелесообразности, активность инвесторов – нерезидентов даже усилилась. По данным Банка России, доля нерезидентов на рынке ОФЗ по состоянию на 1 марта 2018 года составляла 34,2%. Номинальный объем гособлигаций, принадлежащих нерезидентам, на 1 марта составлял 2,334 трлн. рублей при общем объеме рынка ОФЗ в размере 6,822 трлн. рублей. С начала 2018г. доля нерезидентов выросла на 1,1%, в абсолютном выражении прирост составил 104 млрд. руб. (+4,7%). Рынок ОФЗ при этом вырос на 82 млрд. руб. (+1,2%). По состоянию на 1 марта 2017 года доля нерезидентов на рынке ОФЗ составляла 27,5% или 1,609 трлн. руб. при общем объеме рынка 5,848 трлн. рублей. Рост доли нерезидентов за последние 12 месяцев составил 6,7 п.п., в абсолютном выражении – 725 млрд. руб. (+45,1%). Рынок ОФЗ за аналогичный период вырос на 974 млрд. руб. (+16,7%). Таким образом, вложения нерезидентов обеспечили 74,4% роста рынка ОФЗ.

Рисунок 19.1 Доля и объем вложений нерезидентов на рынке ОФЗ



Источники: Банк России, расчеты БК «РЕГИОН»

Рисунок 19.2 Изменения объема вложений нерезидентов и средней доходности на рынке ОФЗ

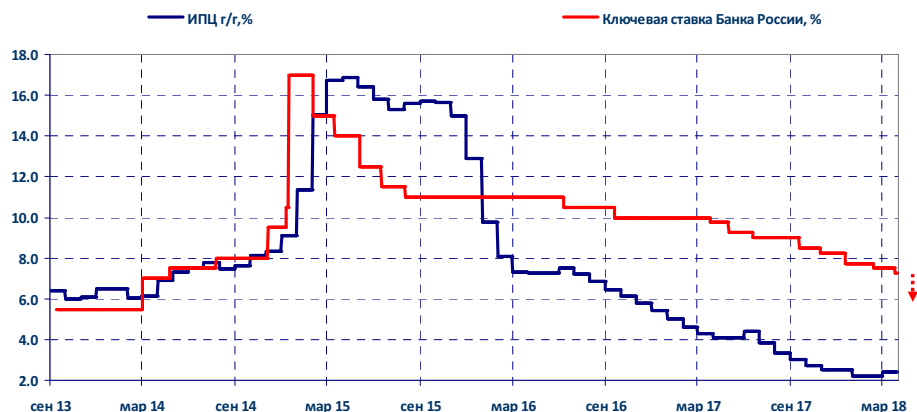


Источники: Банк России, расчеты БК «РЕГИОН»

Кроме того, важным фактором для всех инвесторов является крайне низкие темпы инфляции, которая по итогам последних двух месяцев 2017г. держалась на уровне 2,5% год к году, а в январе – феврале 2018 года опустилась до 2,2% и незначительно повысилась до 2,4% год к году по итогам марта.

Одним из наиболее важных факторов, который по-прежнему оказывает свое влияние на ситуацию на рынке облигаций, можно назвать продолжившиеся в текущем году смягчение денежно-кредитной политики Банком России, который не мог не реагировать на текущий уровень инфляции, который существенно ниже таргетируемого значения в 4%, и на снижение инфляционных ожиданий, которые, правда, пока остаются на относительно высоком уровне. В 2017г. по итогам шести заседаний Банка России ключевая ставка была снижена на 225 б.п. с 10% до 7,75%, а в I квартале 2018г. на двух заседаниях суммарно еще на 50 б.п. до 7,25%. При этом регулятор сохранил в своем пресс-релизе возможность ее дальнейшего снижения до нейтрального уровня (6-7%) уже в текущем 2018г., а не в 2019г., как было им озвучено ранее.

Рисунок 20. Годовая инфляция и ключевая ставка Банка России, %

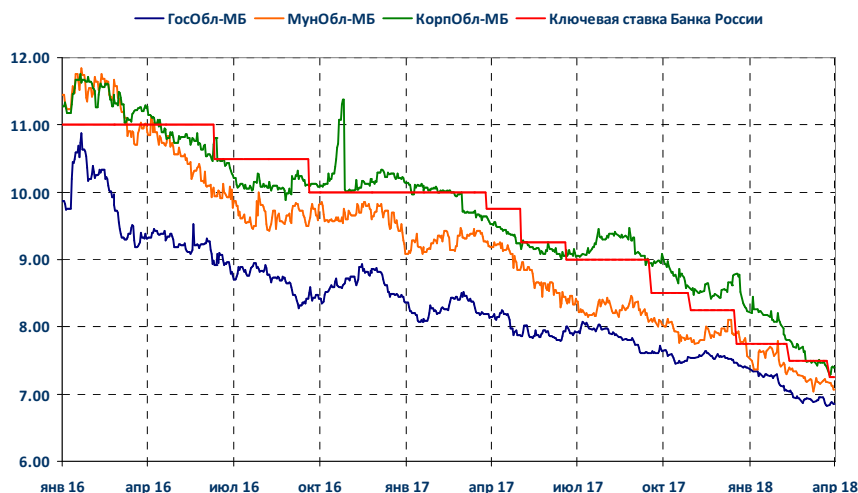


Источники: Банк России, Росстат.

В 1 квартале 2018г. продолжился рост котировок и снижение доходности на рынке корпоративных и субфедеральных облигаций, что было, прежде всего, адекватной реакцией рынка на снижения ключевой ставки и доходности на рынке ОФЗ. При этом, если динамика в секторе субфедеральных облигаций практически совпала с динамикой ключевой ставки и ОФЗ, то на рынке корпоративных облигаций снижение доходности было более существенным, за счет продолжения сужения спредов к ОФЗ. По итогам 1 квартала

2018г., в соответствии с индексами доходности, рассчитываемыми Московской биржей, средняя доходность субфедеральных и корпоративных облигаций снизилась на 49 и 84 б.п. соответственно против 54 б. п. в среднем по ОФЗ.

Рисунок 21. Индексы доходности рублевых облигаций и ключевая ставка ЦБ РФ



Источники: Банк России, индексы облигаций МБ, БК «РЕГИОН»

Инвестиционная привлекательность

По итогам I квартала 2018г. индекс совокупного дохода ОФЗ, рассчитываемый Московской Биржей, прибавил 4,19%, в то время как индекс корпоративных облигаций показал рост на 3,69%. Вложения в субфедеральные облигации принесли доход в размере 3,08%. При этом доходы от вложений в ОФЗ, корпоративные и субфедеральные облигации в годовом выражении выросли по сравнению с результатами за предыдущие два года, и снова существенно превысили уровень инфляции. В тоже время инвестиции на фондовом рынке после убытков за предыдущий год вновь оказались прибыльными, превысив при этом результаты долгового рынка. Незначительный плюс принесли бы вложения в доллар США, покупка евро принесла бы доходы в размере 3,45%, что уступает возможности заработать на рынке федеральных и корпоративных облигаций.

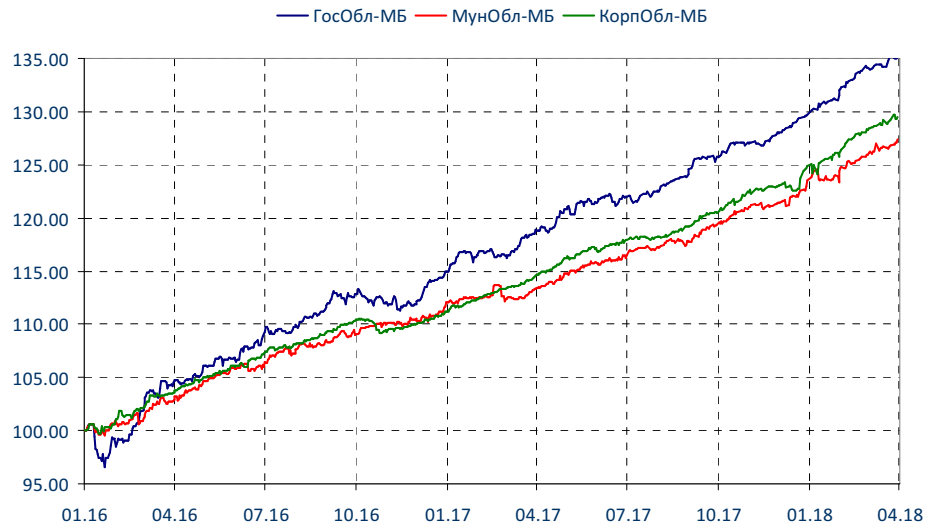
Таблица. Возврат на инвестиции (Total Return) в различные сегменты финансового рынка, %

Инструмент	Период			
	I кв. 18	2017	2016	2015
Рынок облигаций				
Все рублевые облигации	2.81%	14.11%	8.65%	23.92%
Государственные (ОФЗ)	4.19%	12.79%	14.98%	29.38%
Субфедеральные	3.08%	10.29%	12.03%	16.17%
Корпоративные	3.69%	12.28%	10.97%	18.56%
Рынок акций				
Индекс ММВБ	7.64%	-4.71%	25.69%	26.12%
Валютный рынок				
долл. США	0.38%	-5.95%	-16.77%	22.99%
евро	3.45%	6.89%	-19.93%	16.61%
бивалютная корзина	1.90%	-0.01%	-18.27%	19.33%
Инфляция (справочно)				
ИПЦ	0.80%	2.50%	5.40%	12.90%

Источники: индексы облигаций и акций МБ; ЦБ РФ; Росстат; расчеты БК «РЕГИОН».



Рисунок 22. Индексы совокупного дохода рублевых облигаций МБ в 2016-2018гг.



Источники: индексы облигаций МБ, расчеты БК «РЕГИОН» (на 01.01.2016г. значения индексов = 100%)

Пересмотр суверенных рейтингов

В течение I квартала 2018 года в результате плановых пересмотров суверенных кредитных рейтингов России агентства «большой тройки» предприняли следующие действия:

- 17 февраля 2018г. агентство Moody's улучшило прогноз суверенного рейтинга со «стабильного» до «позитивного», сохранив его на уровне «Ba1»;
- 23 февраля 2018г. агентство Standard & Poor's повысило суверенный рейтинг с уровня «BB+» до инвестиционного уровня «BBB-», прогноз – «стабильный»;
- 23 февраля 2018г. агентство Fitch сохранило «позитивный» прогноз суверенного рейтинга, подтвердив его на уровне «BBB-».

Улучшение прогноза от агентства Moody's и получение второго инвестиционного рейтинга от агентства Standard & Poor's, наряду с имеющимся первым от агентства Fitch, несомненно можно расценивать как одно из позитивных событий не только для рынка суверенного долга РФ, но и для рынка корпоративных и субфедеральных облигаций, многие эмитенты которых также получили повышение кредитных рейтингов.

БК «РЕГИОН»

Адрес: Москва, ул. Большая Ордынка, д. 40/4, БЦ «Легион 1»

Многоканальный телефон: +7 495 777 29 64

Факс: +7 495 777 29 64 доб. 234

www.region.ru

REUTERS: REGION

BLOOMBERG: RGNM

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

РУБЛЕВЫЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК

Екатерина Шильева (доб. 253, shilyaeva@region.ru)

Татьяна Тетеркина (доб. 112, Teterkina@region.ru)

Максим Швецов (доб. 694, SHvetsov@region.ru)

ОТРАСЛЕВАЯ АНАЛИТИКА

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

АНАЛИТИКА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ

Александр Ермак (доб. 405, aermak@region.ru)

Юлия Гапон (доб. 294, gapon@region.ru)

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями ГК РЕГИОН. 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. ГК 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.