



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

Рынок рублевых облигаций: на «крыльях» оптимизма

Основные итоги рынка рублевых облигаций за I квартал 2019 года

В первом квартале 2019г. рынок рублевых облигаций демонстрировал преимущественно позитивную динамику, о чем свидетельствуют: повышение объемов облигаций в обращении, рекордный объем первичных размещений ОФЗ и снижение доходности во всех секторах рынка. Успех Минфина РФ на рынке ОФЗ произошел благодаря восстановлению спроса нерезидентов и «новым правилам» проведения аукционов. Высокие цены на нефть и «крепкий» рубль также оказали поддержку долговому рынку. А снижение темпов инфляции и смягчение риторики Банка России стали основными причинами повышения интереса к долговым инструментам со стороны российских инвесторов и эмитентов.



Ключевые события 1 квартала 2019г., оказавшие влияние на долговой рынок

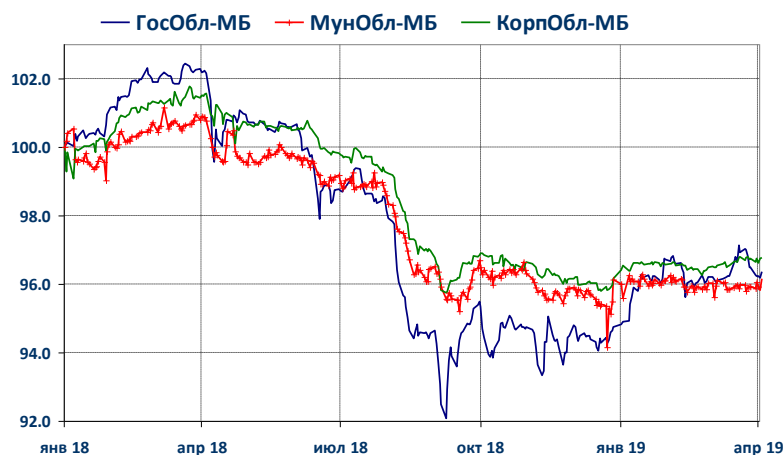
Основные внешние факторы

- ✓ **Геополитика.** После некоторого перерыва тема антироссийских санкций со стороны США снова стала актуальной в январе и середине февраля т.г., когда возобновились обсуждения инициатив США по введению новых ограничений к России. Правда, практического продолжения эти обсуждения пока не имели. При этом, в конце января были сняты введенные в апреле 2018 года санкции с компаний Олега Дерипаски «Русал», «Еп+» и «Евросибэнерго». Кроме этого было завершено длившееся почти два года расследование вмешательства России в американские выборы 2016г.;
- ✓ **Смягчение ФРС денежно – кредитной политики.** Результатом мартовского заседания FOMC стало кардинальное изменение подхода регулятора к будущей монетарной политике США. Если до заседания рынки ожидали 1-2 повышения ставки ФРС в текущем году, то после - наиболее вероятным стало ее единственное повышение и только в 2020г.;
- ✓ **Снижение напряженности в торговом конфликте США - Китай.** Достижение «прогресса» в переговорах между США и Китаем было позитивно воспринято финансовыми рынками;
- ✓ **Рост нефтяных цен.** Стоимость 3х- месячного фьючерса Brent выросла в течение 1 квартала 2019 г. на 10,5% до 61,89 долларов, что стало одним из главных факторов поддержки курса рубля и интереса к рублевым активам.

Основные внутренние факторы

- ✓ **Замедление темпов инфляции.** В феврале и марте 2019г. инфляция в годовом выражении продолжила свой рост, составив 5,2% и 5,3% соответственно, однако недельные и месячные темпы существенно замедлились;
- ✓ **Денежно-кредитная политики Банка России.** Снижение инфляции и инфляционных ожиданий стало одним из ключевых факторов для смягчения риторики Банком России и увеличения возможности снижения ключевой ставки уже в конце текущего года;
- ✓ **Возврат нерезидентов в российский рублевый долг.** На конец февраля 2019г. их доля на рынке ОФЗ составила 25,9%. В абсолютном выражении рост вложений по итогам первых двух месяцев составил 124 млрд руб.;
- ✓ **Политика Банка России на валютном рынке.** Возобновление с 1 февраля 2019г. ЦБ РФ покупок иностранной валюты в рамках бюджетного правила, было нейтрально для стабильности рубля;
- ✓ **Укрепление курса рубля.** Восстановление цен на нефть стало одной из главных причин укрепления курса рубля, которое по итогам 1 квартала 2019г. составило 6,8%.

Приведенные ценовые индексы рублевых облигаций МБ в 2018-2019гг.

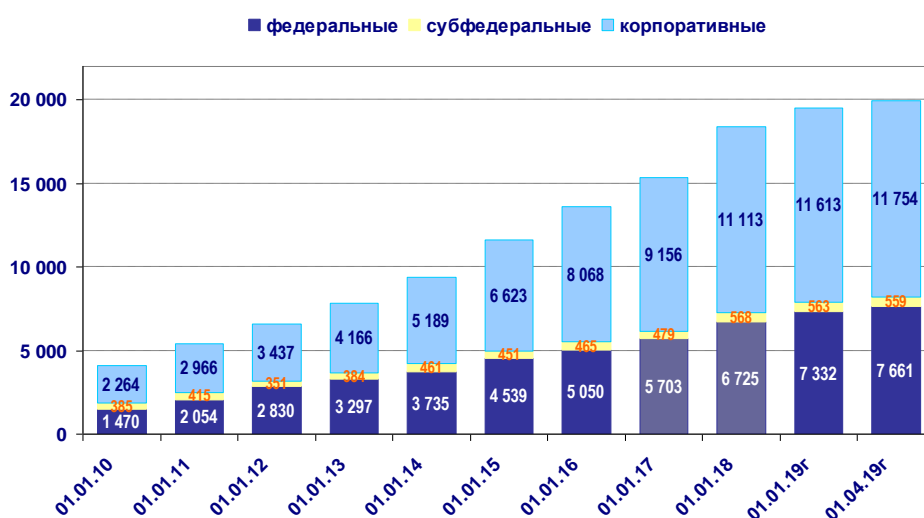


Источники: ценовые индексы облигаций МБ, расчеты БК «РЕГИОН» (на 01.01.2018г. индексы = 100)

Объем и структура рынка рублевых облигаций

По итогам 1 квартала 2019г. общий объем рынка рублевых облигаций увеличился на 2,3% по сравнению с началом года и составил около 19,975 трлн руб. При этом объем рынка ОФЗ вырос на 4,5% и составил около 7,661 трлн руб. Объем в обращении корпоративных облигаций составил на конец рассматриваемого периода около 11,754 трлн руб., что на 1,2% выше уровня начала года. Объем рынка региональных облигаций составил на конец 1-го квартала 2019г. 559,4 млрд руб., что на 0,67% ниже уровня начала года.

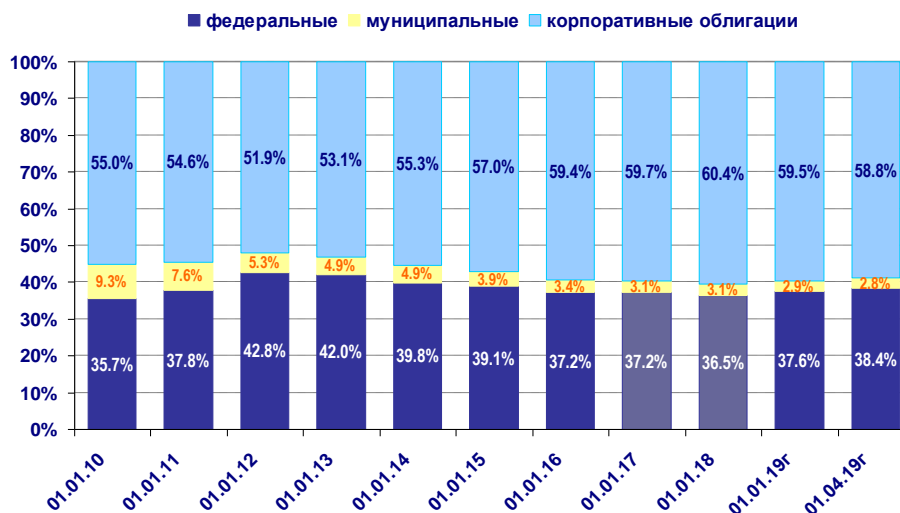
Рисунок 1.1. Объем рублевого облигационного рынка в обращении, млрд руб.



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

В результате общие тенденции в изменении структуры сохранились, но сама структура рынка рублевых облигаций изменилась незначительно: доля ОФЗ выросла до 38,35% против 37,58% в начале года, доля корпоративных облигаций снизилась до 58,85% против 59,53% в начале года. Доля субфедеральных облигаций снизилась до 2,80% против 2,89% на начало года.

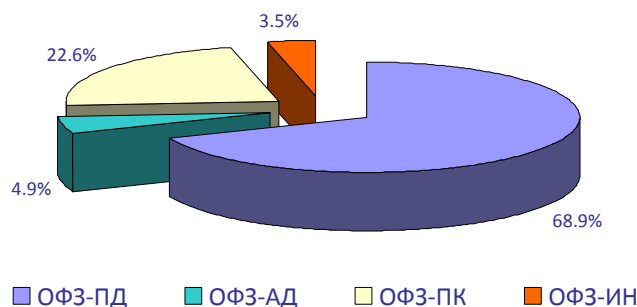
Рисунок 1.2. Структура рублевого облигационного рынка в обращении, %



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

На рынке государственных облигаций основную долю около 68,9% (+1,7 п.п. с начала года) занимают облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД). С 5,7% в начале года до 4,9% продолжает снижаться доля облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД). Доля ОФЗ-ПК снизилась с начала года на 1 п.п. до 22,6%. Около 3,5% (+0,1% с начала года) рынка занимают облигации федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН). Рост доли ОФЗ-ИН стал результатом начала ежемесячного размещения второго выпуска, которое по итогам 1-го квартала составило 11,237 млрд руб. номинальной стоимости. Продажи ОФЗ-ИН выпуска 52002 начались 4 апреля 2018г. По итогам шести аукционов в прошлом году было размещено около 77,22 млн облигаций (около 51,5% займа).

Рисунок 2.1. Структура рынка федеральных облигаций

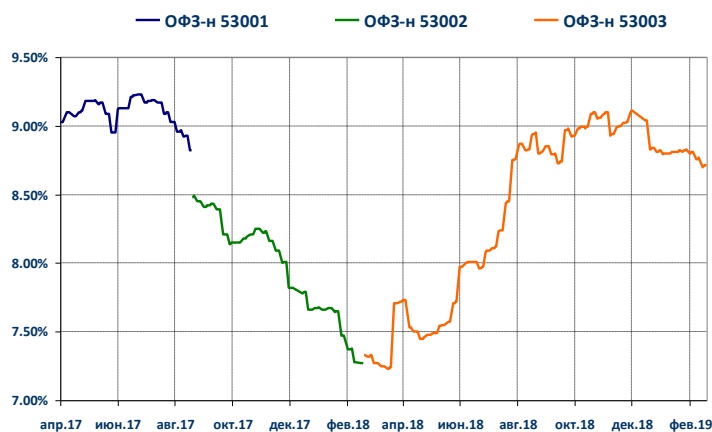


Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

20 марта 2019г. завершилось размещение третьего выпуска ОФЗ-н 52003, которое стартовало 15 марта 2018г. Первоначальный объем выпуска составлял 15 млрд руб. по номиналу, но в прошлом году было объявлено о двух дополнительных траншах по 5 млрд руб. каждый. Таким образом, суммарный объем третьего выпуска ОФЗ-н составил 25 млрд руб., из которых было реализовано облигаций на общую сумму 18 154,021 млн руб. (или 72,62%).

Можно отметить, что в текущем году инвесторы продолжили обратную продажу эмитенту облигаций серии 53001 и 53002, и начали серии 53003. С апреля 2018г. эмитентом было выкуплено облигаций серии 53001 на сумму 1 222,9 млн руб. (или 4,08%, из которых 3,51% в прошлом году), а с сентября - облигаций серии 53002 на сумму 268,164 млн руб. (или 2,35% от размещенного объема, из которых 1,33% в прошлом году). В марте 2019г. было выкуплено облигаций серии 53003 на сумму 65,891 млн руб. (0,36%). Таким образом, на конец 1 квартала 2019г. в обращении находятся три выпуска ОФЗ-н на общую сумму около 58,6 млрд руб., что на 4,3% выше уровня начала года.

Рисунок 2.2. Доходность к погашению при продаже ОФЗ-н, % годовых (*)

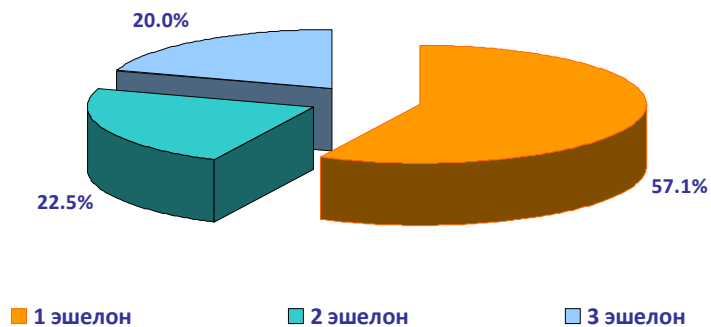


* до вычета комиссионного вознаграждения агента

Источник: данные Минфина, расчеты БК «РЕГИОН»

На рынке субфедеральных и муниципальных облигаций на конец 1-го квартала 2019г. было представлено 109 выпусков долговых ценных бумаг 44 регионов - эмитентов, а также 11 выпусков 6 органов местной власти. По нашим оценкам, доля облигаций региональных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) выросла до 57,1% с 56,5% в начале года. Доля облигаций второго и третьего эшелонов составила 22,5% и 20,0% против 19,7% и 20,7% в начале года соответственно.

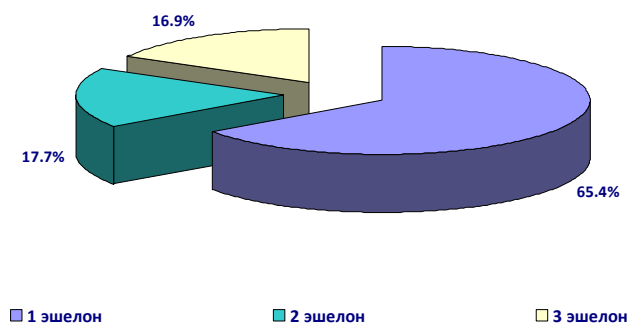
Рисунок 3. Эшелонированность рынка субфедеральных и муниципальных облигаций, % от общего объема



Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН».

На рынке корпоративных облигаций на конец 1 квартала 2019г. в обращении находилось 1464 выпуска 415 эмитентов, что на 66 выпусков и 10 эмитентов больше, чем в начале года. Доля облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) оценивается нами на конец 1-го квартала 2019г. на уровне 65,4% против 64,0% на начало года от суммарного объема рынка. Доля облигаций второго эшелона составляет, по нашим оценкам, 17,7% (19,1% на начало года и 20,3% на начало прошлого года), третьего эшелона – 16,9% (на том же уровне, что и на начало года и 18,4% годом ранее).

Рисунок 4. Эшелонированность рынка корпоративных облигаций, % от общего объема



Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН»

Основные показатели первичного рынка

Объем первичных размещений рублевых облигаций в 1-м квартале 2019г. составил, по нашим оценкам, около 857,6 млрд руб., что на 6,4% ниже показателя предыдущего года. При этом рынок ОФЗ показал рост на 10,9% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, а рынок корпоративных облигаций снижение на 24,0%.

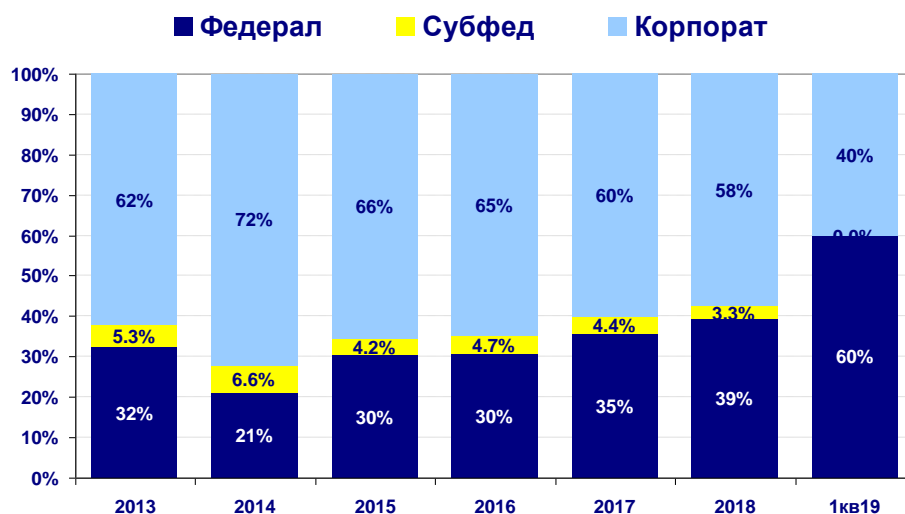
Рисунок 5.1. Объем первичного размещения облигаций в 2011–2018гг., млрд руб.



Источники: Минфин РФ, Московская Биржа, расчеты БК «РЕГИОН»

На долю ОФЗ пришлось 59,9% от общего объема размещений, на корпоративные облигации – 40,1%. Таким образом, впервые в современной истории облигационного рынка размещение государственных облигаций превысило объем реализации в корпоративном секторе.

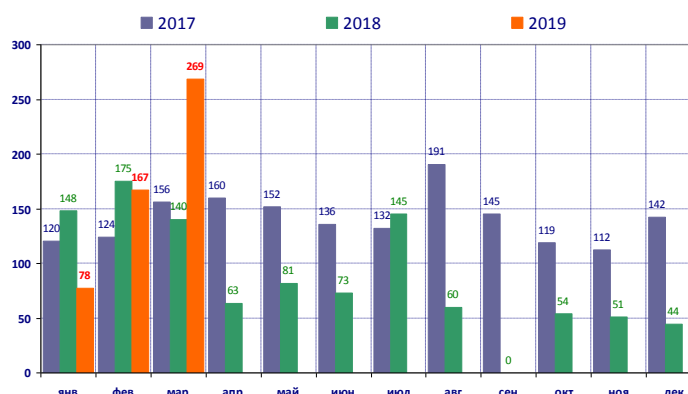
Рисунок 5.2. Структура первичного размещения облигаций в 2013–2018гг.



Источники: Минфин РФ, Московская Биржа, расчеты БК «РЕГИОН»

Максимальный рост относительно аналогичного периода предыдущего года **показал первичный рынок ОФЗ**: объем размещений гособлигаций составил в 1-м квартале 2019г. около 513,795 млрд руб., что на 10,9% выше, чем в 1-м квартале 2018г. При этом эмитент на 14,2% перевыполнил квартальный план по привлечению на внутреннем рынке, который был установлен в объеме 450 млрд руб. по номиналу. Это исторически максимальный показатель размещения в течение одного квартала, предыдущий рекордный показатель составлял 467,7 млрд руб. по итогам 3 квартала 2017г. В общем объеме размещений наибольшую долю (около 50%) заняли среднесрочные облигации (со сроком обращения от 5 до 10 лет). На долю долгосрочных выпусков (более 10 лет) пришлось около 38%, а на краткосрочный сегмент (до 5 лет) – около 12%.

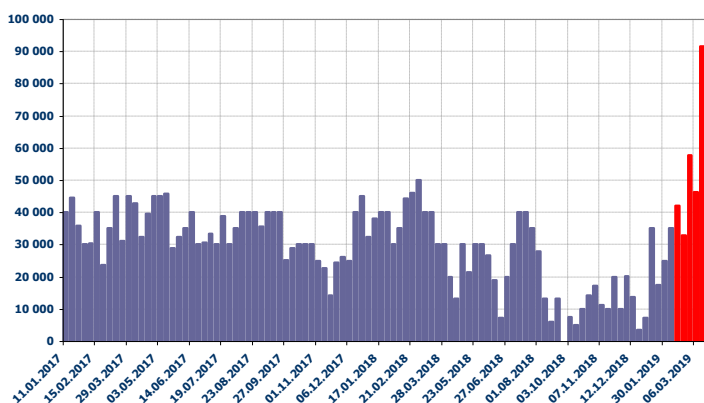
Рисунок 6.1 Объем размещения ОФЗ в 2017-2019гг., млрд руб.



Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

В качестве основных составляющих «успеха» Минфина на первичном рынке гособлигаций следует назвать высокий спрос в первую очередь со стороны инвесторов – нерезидентов, которых привлекли рублевые активы благодаря укреплению курса рубля на фоне восстановления цен на нефть и отсутствию новых санкций со стороны США. К инвесторам - нерезидентам в середине рассматриваемого периода присоединились и российские инвесторы, позитивного отношения к госдолгу которым прибавили более низкие темпы инфляции и более мягкая риторика Банка России, который не исключил возможности снижения ключевой ставки уже в текущем году. Кроме того, высокий результат был получен в немалой степени благодаря новому «механизму» проведения аукционов, который не предполагает предварительного установления предельного объема размещения отдельного выпуска. В результате изменения правил проведения аукционов средний объем еженедельного размещения во второй половине 1-го квартала вырос до 57,27 млрд руб., что в два раза больше по сравнению с результатом первой половины того же квартала и в 2,4 раза выше среднего уровня продаж в 2018г.

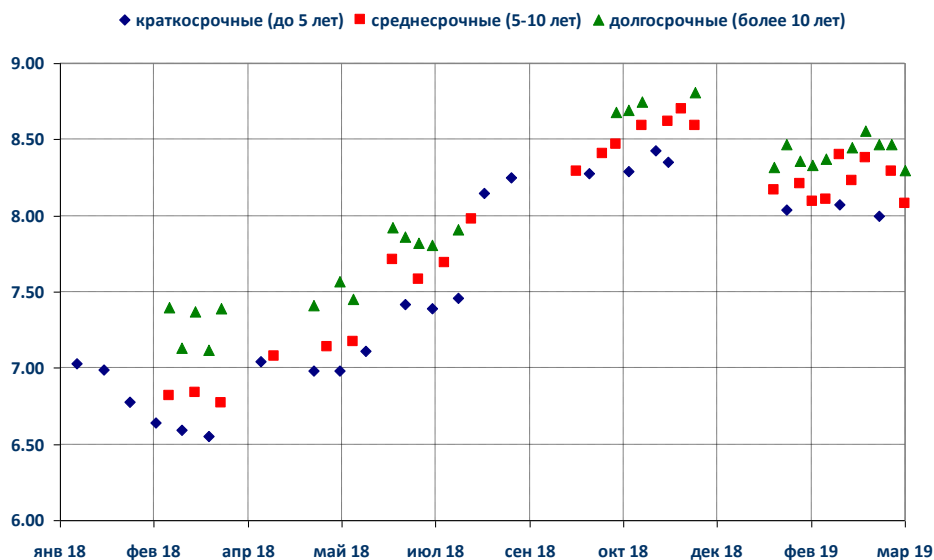
Рисунок 6.2 Еженедельные объемы размещения ОФЗ



Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

После устойчивого роста аукционной доходности в течение всего прошлого года, в первом квартале 2019г. на аукционах по размещению ОФЗ было зафиксировано снижение доходности, которое по сравнению с концом 2018г. составило по всем срокам обращения облигаций в пределах 30-50 б.п. (см. рисунок).

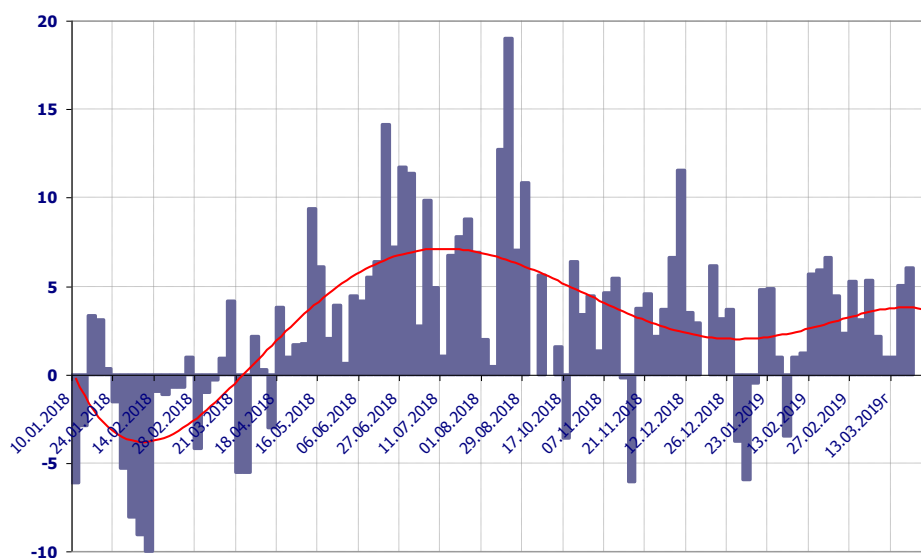
Рисунок 7.1 Средневзвешенная аукционная доходность ОФЗ в 2018г., % годовых



Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

Если в течение 2018г. при размещении ОФЗ «премия» по доходности к вторичному рынку могла достигать 10 б.п. и даже более, то в 1 квартале 2019г. максимальная «премия» не превысила 6-7 б.п., а ее среднее значение составило 3 б.п. При этом на отдельных аукционах (в январе) гособлигации размещались с дисконтом, а также при минимальной «премии» в 1-2 б.п.

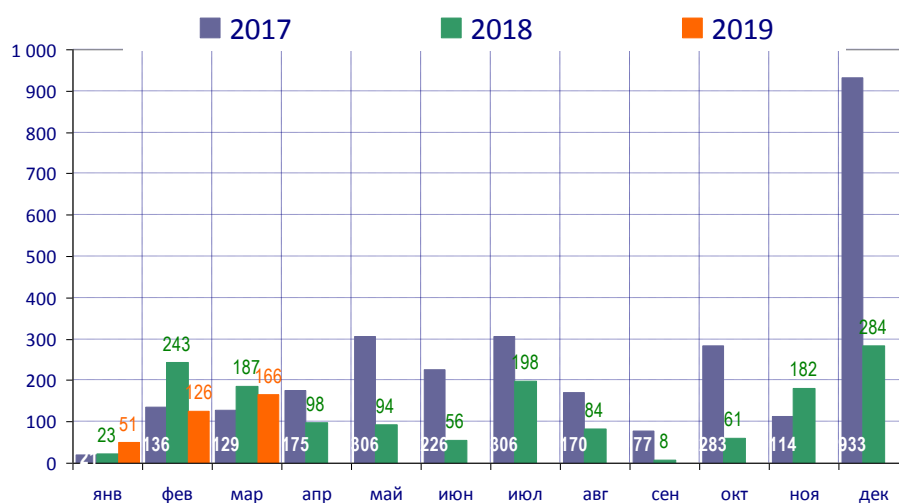
Рисунок 7.2 «Премия» по доходности к вторичному рынку на аукционах ОФЗ в 2018-2019гг.



Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

По итогам 1 квартала 2019г. объем **первичных размещений корпоративных облигаций** составил 343,8 млрд руб. (без учета краткосрочных биржевых облигаций ВТБ и ВЭБ), что на 24% ниже показателя за аналогичный период 2018г., когда корпоративные заемщики привлекли на облигационном рынке денежные средства на сумму 452 млрд руб. При этом наибольшую активность эмитенты проявили в последнем месяце квартала, когда объем первичных размещений составил 166,5 млрд руб., превысив в 2,2 и 1,3 раза соответствующие показатели января и февраля т.г. Позитивную динамику рынку обеспечил рост активности заемщиков на фоне снижения ставок на рынке ОФЗ и более мягкой риторики Банка России после существенного снижения темпов инфляции по сравнению с более ранними прогнозами.

Рисунок 8. Объем размещения корпоративных облигаций, млрд руб.



Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

В 1 квартале 2019 года на рынок выходили преимущественно эмитенты первого - второго эшелонов, причем наибольшую активность наряду с банковскими эмитентами проявили компании сектора телекомов и ритейла: Мегафон разместил три выпуска облигаций общим объемом 30 млрд руб., МТС привлек с рынка 10 млрд руб., АФК Система – 20 млрд руб. После перерыва вернулся на рынок Магнит, разместив два выпуска по 10 млрд руб. каждый, ИКС5Финанс разместила бумаги на 5 млрд руб., Лента – на 10 млрд руб.

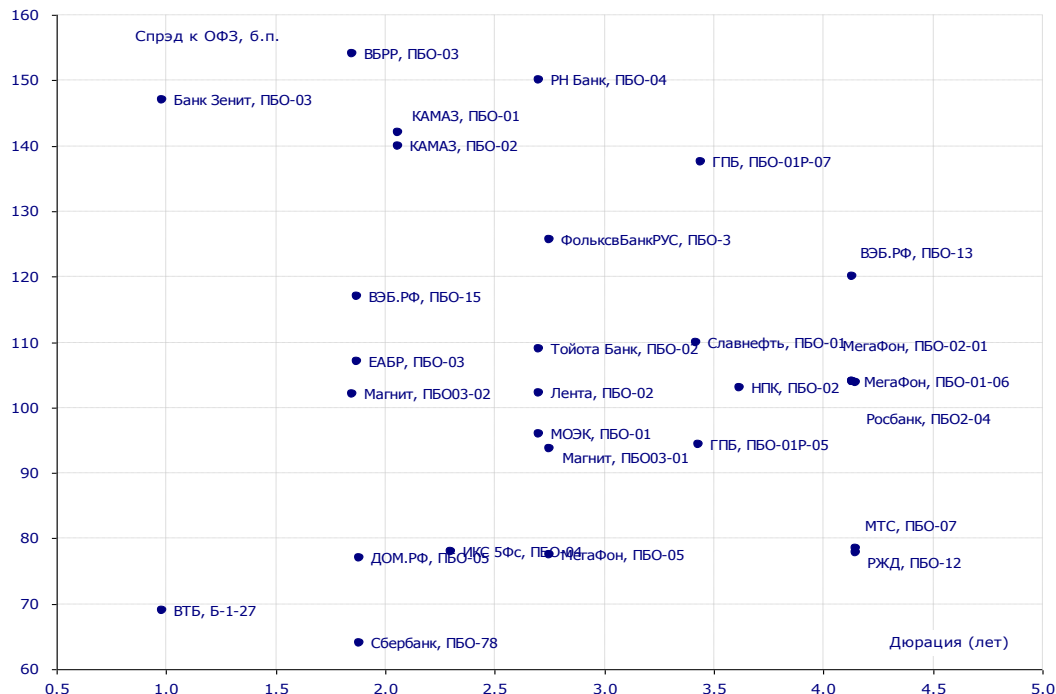
Характерной чертой начала текущего года стало осторожное отношение инвесторов к новым более длинным размещениям, несмотря на высокий спрос на среднесрочные ОФЗ, с предпочтением более коротких сроков инвестиций порядка 2-3 лет даже для эмитентов с высоким кредитным качеством.

Новых имен по прежнему немного: в марте дебютный 3-летний выпуск на 3 млрд руб. разместил РОЛЬФ, после долгого перерыва (с 2004 г.), вернулась Славнефть с 10 – летним выпуском и офертой через 4 года номинальным объемом 10 млрд руб.

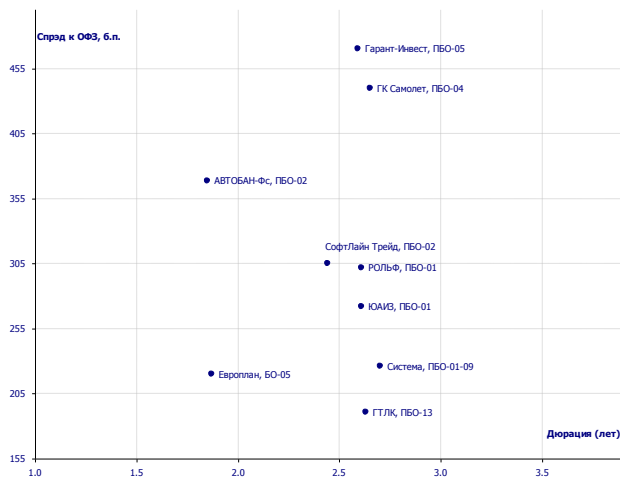
В 1 –м квартале минимальные спрэды к «кривой» доходности ОФЗ показали размещения двухлетнего выпуска Сбербанка (64 б.п.), однолетнего выпуска ВТБ (69 б.п.), двухлетнего займа Дом.РФ (77 б.п.). В долгосрочном сегменте (5 лет) можно отметить размещение выпусков МТС и РЖД, которые прошли со спрэдом по доходности к ОФЗ на уровне 78 и 79 б.п. Спрэды большей части размещений первого – второго эшелона прошли в диапазоне 95 – 155 б.п. Третий эшелон размещался со спрэдом в пределах 200 – 500 б.п. Доходность облигаций категории «high yield» при размещении предлагали «премию» к ОФЗ в широком диапазоне от 570 до 1070 б.п.

Рисунок 9. Спрэд к ОФЗ доходности первичных размещений корпоративных облигаций

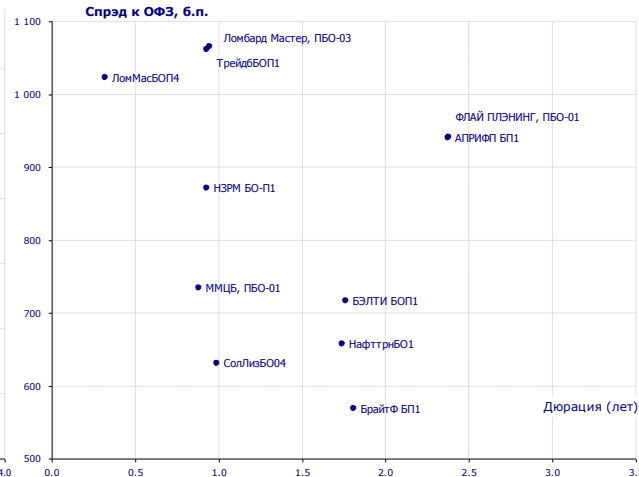
1-2 эшелон



3 эшелон



«High yield» облигации



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

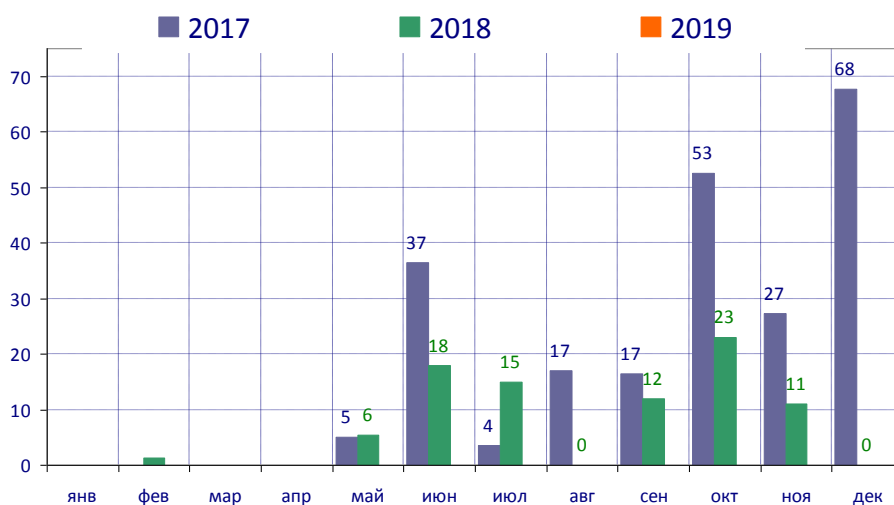
Традиционно для первого квартала наблюдалось отсутствие активности на первичном рынке субфедеральных и муниципальных облигаций. Как правило, размещения стартуют обычно в мае – июне. В 2019г. мы ожидаем рост интереса регионов к облигационному рынку.

Согласно законам о бюджете на 2019г., принятым субъектами РФ, общий объем привлечения через выпуск облигационных займов запланировали 26 регионов на общую сумму более 263,5 млрд руб. При этом среди них только три новых имени: Тюменская область (план – 16 млрд руб.), Алтайский край и Республика Бурятия. Учитывая, что в 2019г. запланировано погашение обращающихся облигаций на общую сумму порядка 100,5 млрд руб., таким образом, рынок субфедеральных облигаций в текущем году может вырасти на сумму более 163 млрд. руб. Правда, это возможно, если реализуются планы больших

заимствований такими эмитентами, как: Санкт-Петербург (более 61 млрд руб.), Москва (40 млрд руб.), Московская область (25 млрд руб.), Красноярский край (более 26 млрд руб.).

В настоящее время 40 субъектов РФ не имеет публичного долга, но привлекли банковских кредитов на общую сумму более 176 млрд. руб. При этом 7 из них имеют кредиты на сумму более 10 млрд. руб. Существенно оживить рынок мог бы выход на него таких крупных (входящие в TOP-20 по объему бюджета) субъектов РФ как: Республика Татарстан, Ростовская, Челябинская и Сахалинская области, Пермский край.

Рисунок 10. Объем размещений субфедеральных облигаций, млрд руб.



Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

Пересмотр суверенных рейтингов

В течение I квартала 2019 года в результате плановых пересмотров суверенных кредитных рейтингов России агентства «большой тройки» предприняли следующие рейтинговые действия:

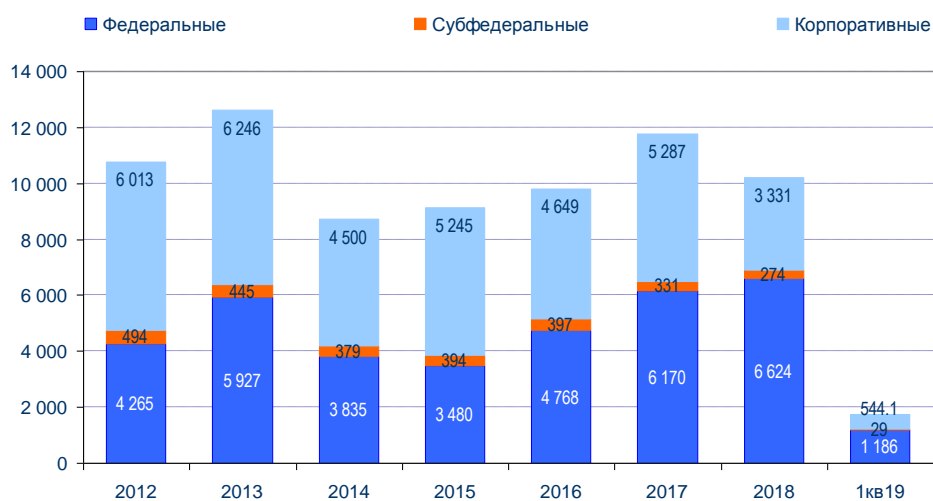
- 18 января 2019г. агентство Standard & Poor's сохранило суверенный рейтинг на уровне «BBB-», прогноз – «стабильный»;
- 08 февраля 2019г. агентство Moody's **повысило суверенный рейтинг России на одну ступень – до «Ваа3»**, изменив прогноз с «позитивного» на «стабильный»;
- 15 февраля 2019г. агентство Fitch сохранило «позитивный» прогноз суверенного рейтинга, подтвердив его на уровне «BBB-». Агентство поддерживает рейтинг неизменным с «**позитивным**» прогнозом с сентября 2017 года.

После долгожданного повышения кредитного рейтинга со стороны Moody's у России в наличии появилось три рейтинга инвестиционной категории, что позволяет **существенно расширить круг потенциальных иностранных инвесторов в суверенных ценных бумагах и в ценных бумагах российских эмитентов, имеющих рейтинг на суверенном уровне.**

Обороты вторичного рынка

По итогам 1-го квартала 2019г. объем биржевых сделок с рублевыми облигациями составил 1 759,2 млрд руб., что на 39,7% ниже показателя за аналогичный период прошлого года. Максимальное снижение объема сделок наблюдалось в сегменте федеральных облигаций. Правда, объем сделок с ними достаточно мал – около 29 млрд руб. или всего 1,7% от общего объема. Максимальное падение оборотов показал корпоративный сегмент – снижение к показателю за 1-й квартал 2018г. составило 45,9%, объем биржевых сделок с бумагами составил всего 544,1 млрд руб. против более 1,0 трлн руб. годом ранее. В сегменте государственных облигаций наблюдалось менее сильное сокращение оборотов – на 34,6% до 1 186,1 млрд руб. против 1 812 млрд руб. в 1-м квартале 2018г.

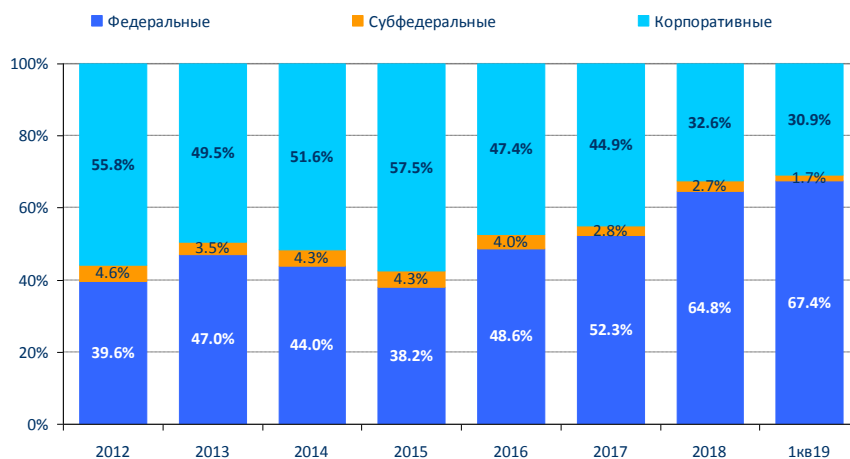
Рисунок 11.1. Объем биржевых сделок с облигациями, млрд руб.



Источники: МБ, расчеты БК «РЕГИОН»

Объем биржевых торгов с ОФЗ в 1-м квартале 2019г. превысил показатель по корпоративным облигациям, как и по итогам 2018 г. – немногим более чем в 2 раза. Доля ОФЗ в суммарном объеме составила 67,4% против 30,9% по корпоративному долгу (64,8% против 32,6% по итогам 2018г.). На долю сделок с субфедеральными и муниципальными облигациями пришлось 1,7% от суммарного оборота против 2,7% - 2,8% по итогам всего 2018 и 2017гг.

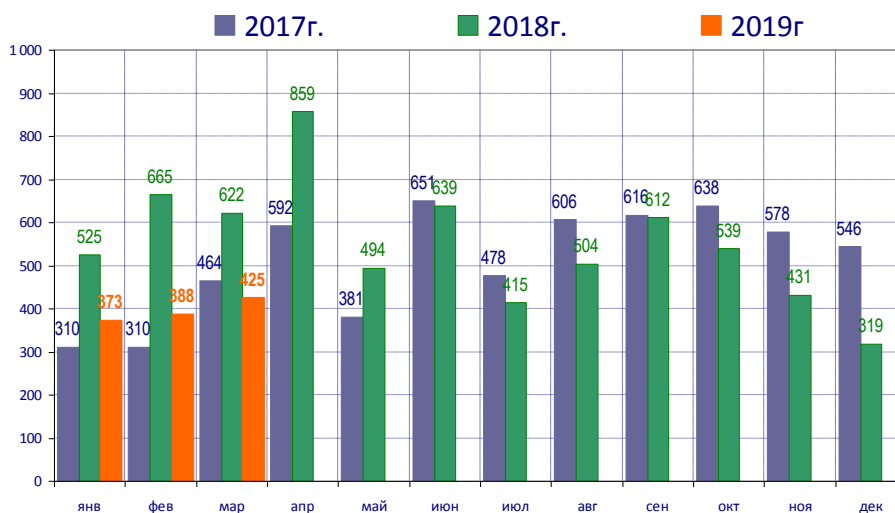
Рисунок 11.2. Структура биржевых сделок с облигациями, в % от суммарного объема



Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

В 1-м квартале 2019г. наибольший объем сделок на рынке ОФЗ был зафиксирован по итогам марта в объеме 425 млрд руб., на 10-14% превысив показатели января и февраля. Среднемесячный объем сделок в первом квартале 2019г. составил около 359,4 млрд руб., что на 34,5% ниже среднего показателя аналогичного периода 2018г.

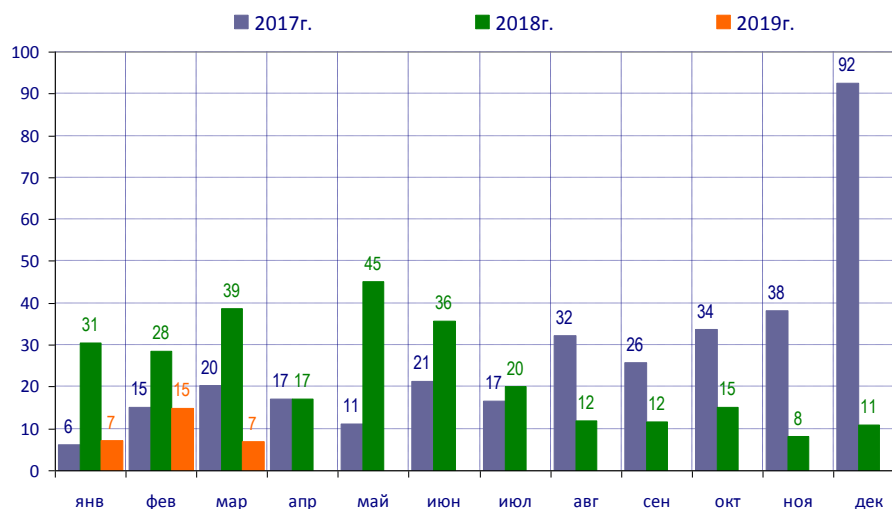
Рисунок 12. Объем торгов с ОФЗ, млрд руб.



Источники: МБ, расчеты БК «РЕГИОН»

На **вторичном рынке субфедеральных облигаций** в 1-м квартале 2019г. максимальная активность (14,9 млрд руб.) была отмечена в феврале, что вдвое превысило показатель за январь и март: 7,3 и 6,9 млрд руб. соответственно. Среднемесячный объем сделок в первом квартале составил 9,7 млрд. против 32,6 млрд руб. за аналогичный период прошлого года (-70%).

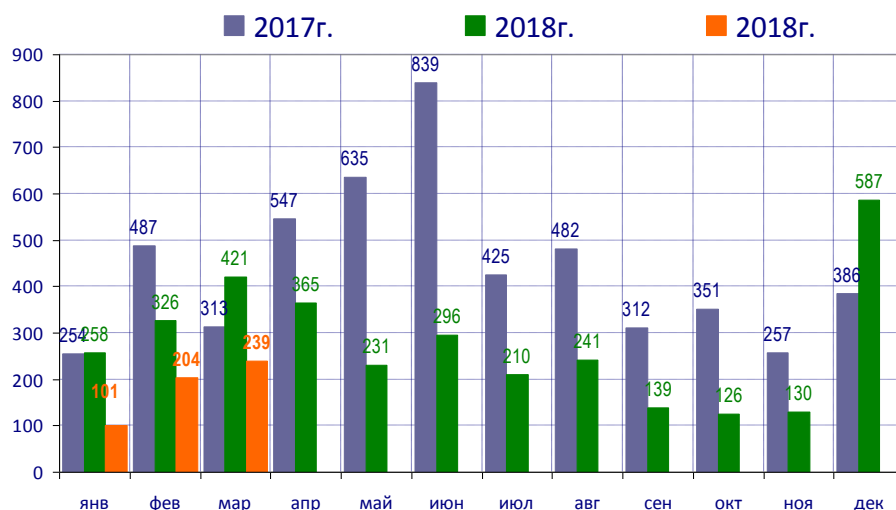
Рисунок 13. Объем торгов с субфедеральными облигациями, млрд руб.



Источники: МБ, расчеты БК «РЕГИОН»

В 1 квартале 2019г. среднемесячный объем сделок с **облигациями корпоративных эмитентов** значительно сократился до 181,4 млрд руб. против 335,1 млрд руб. годом ранее. Максимальный оборот за месяц составил 239,2 млрд руб. по итогам марта, минимальный - 101,4 млрд руб. в январе.

Рисунок 14. Объем торгов с корпоративными облигациями, млрд руб.

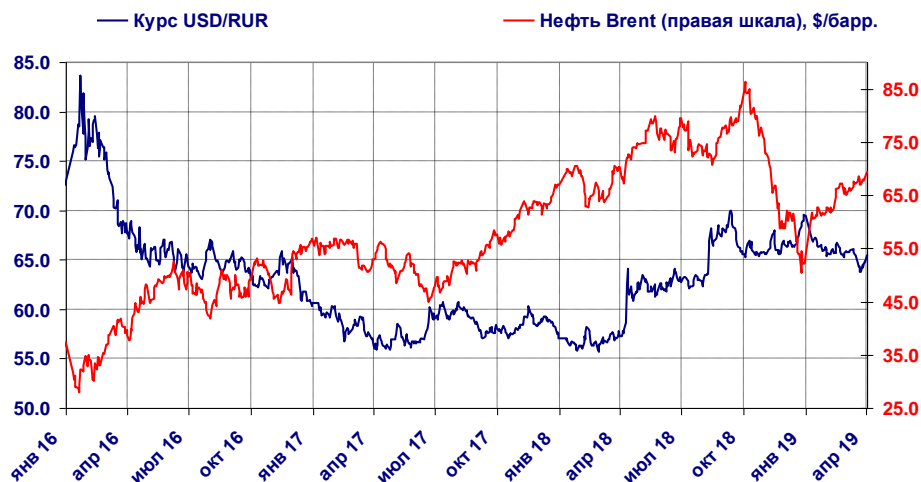


Источники: МБ, расчеты БК «РЕГИОН»

Конъюнктура рынка рублевых облигаций

В течение 1 квартала 2019г. цены на нефть находились в повышательном тренде: начав год на отметке 61,89 долларов за баррель (3х- месячный фьючерс Brent), к началу апреля его стоимость выросла до 68,39 долларов за баррель (+10,5% к началу 2019г.), вернувшись на уровень января – апреля 2018г. Восстановление цен на нефть стало одной из главных причин укрепления курса рубля, которое по итогам 1 квартала составило 6,82%. На конец первого квартала 2019г. официальный курс доллара составил 64,7347 руб., вернувшись на уровень начала августа 2018г., когда началось его стремительное ослабление.

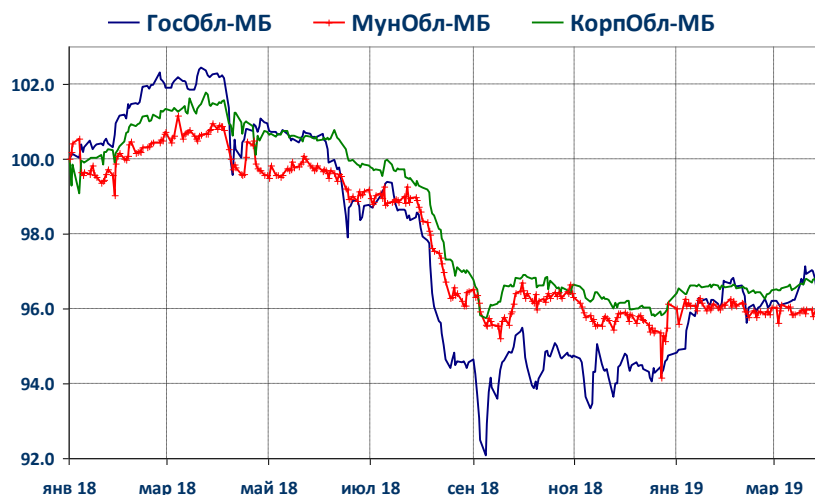
Рисунок 15. Официальный курс рубля и котировки фьючерсов на нефть марки Brent



Источники: Банк России, REUTERS, БК «РЕГИОН»

С начала 2019 года на российском долговом рынке наблюдается разнонаправленная динамика цен: первые полтора месяца наблюдался бурный рост цен и снижение доходности, которые в середине февраля сменились на противоположную динамику. Правда, негативная коррекция была недолгой и не глубокой, после которой в течение почти целого месяца рынок находился в стадии плавного ценового роста, который во второй половине марта вновь сменился снижением.

Рисунок 16. Динамика приведенных ценовых индексов МБ в 2018-2019гг.



Источники: МБ, расчеты БК «РЕГИОН» (значения на 01.01.2018г.=100)

Таблица. Изменение цен ОФЗ в 2019г.

Выпуск	Погашение	Текущая дюрация, лет	Изменение чистой цены, п.п.			
			янв	фев	мар	1Q
26216	15.05.19	0.13	-0.10	0.11	0.02	0.03
26210	11.12.19	0.69	-0.17	0.16	0.05	0.04
26214	27.05.20	1.12	-0.11	0.31	0.12	0.31
26205	14.04.21	1.87	0.21	0.19	-0.07	0.33
26217	18.08.21	2.22	0.58	-0.05	0.11	0.65
25083	15.12.21	2.47	0.89	-0.04	0.05	0.91
26209	20.07.22	2.95	0.63	-0.28	0.18	0.53
26220	07.12.22	3.23	0.95	-0.19	0.14	0.91
26211	25.01.23	3.38	1.27	-0.46	0.47	1.28
26215	16.08.23	3.82	1.56	-0.45	0.68	1.78
26223	28.02.24	4.25	2.02	-0.67	0.55	1.90
26227	17.07.24	4.47	0.00	0.00	-0.17	-0.17
26222	16.10.24	4.53	1.91	-0.68	0.69	1.93
26219	16.09.26	5.79	3.23	-0.68	0.45	3.01
26226	07.10.26	5.68	-	-1.26	0.46	-0.80
26207	03.02.27	5.91	3.17	-0.81	0.54	2.91
26212	19.01.28	6.56	3.35	-0.90	0.64	3.09
26224	23.05.29	7.16	3.19	-1.42	0.69	2.46
26218	17.09.31	7.67	3.60	-1.71	0.54	2.43
26221	23.03.33	8.36	3.73	-1.60	0.15	2.29
26225	10.05.34	8.91	2.97	-1.44	0.36	
В среднем по рынку		4.11	1.64	-0.56	0.32	1.29

Источники: расчеты БК «РЕГИОН»



Изменение доходности ОФЗ в 1 квартале также было разнонаправленным: в январе было зафиксировано максимальное снижение, которое в среднем составило -27 б.п. В феврале наблюдался рост на 8 б.п. в среднем по рынку, который был практически нивелирован в марте (-6 б.п.). В целом по итогам первого квартала доходность снизилась в среднем на 25 б.п., при этом в среднесрочном сегменте снижение составило в пределах 40-50 б.п., в долгосрочном сегменте – 30-40 б.п. На конец рассматриваемого периода доходность средне- и долгосрочных госбумаг находятся на уровне порядка 8,0% (3-5 лет), 8,10-8,25% (5-10 лет) годовых и 8,40-8,5% (более 10 лет) годовых.

Рисунок 17.1 G-кривая бескупонной доходности ОФЗ в 2016 – 2018гг.

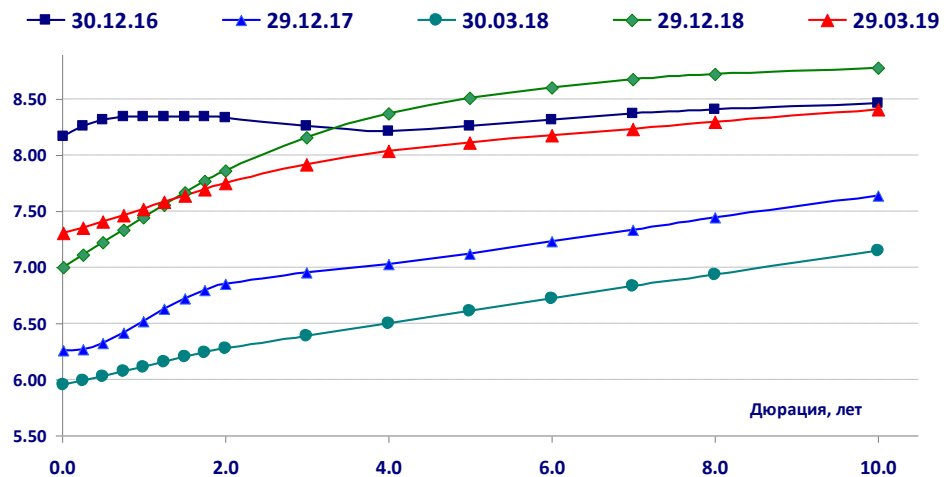
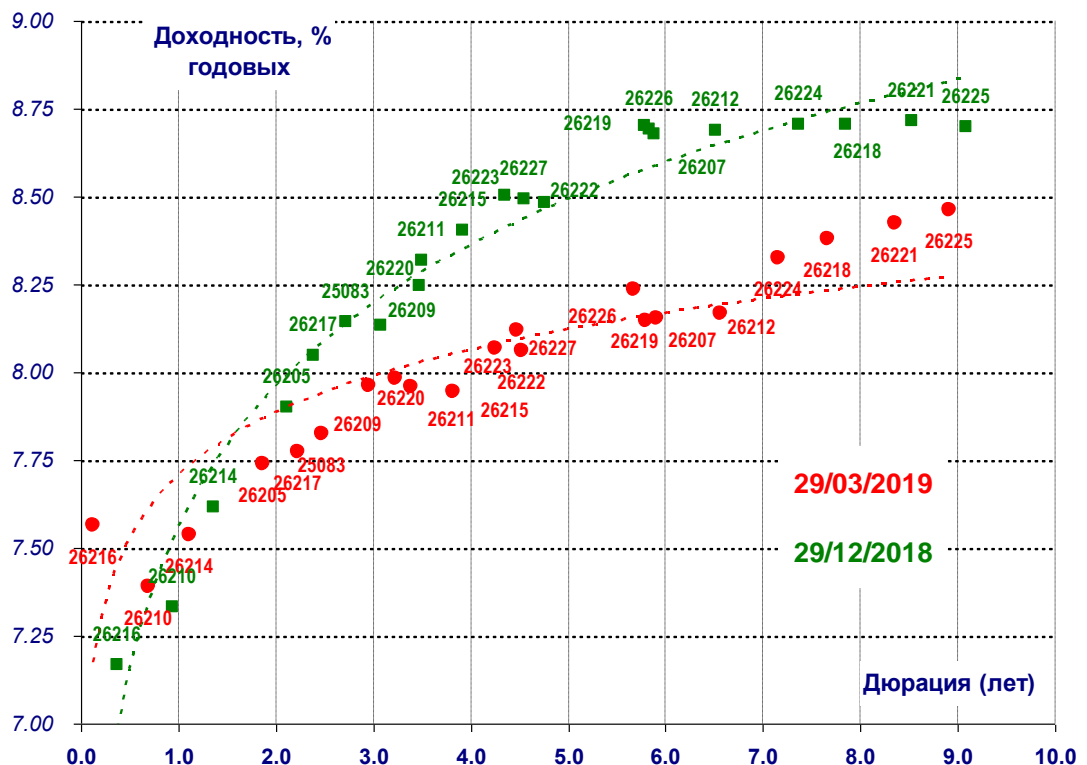


Рисунок 17.2 «Кривая» доходности ОФЗ



Источники: МБ, БК «РЕГИОН»

Таблица. Изменение доходности ОФЗ в 2019г.

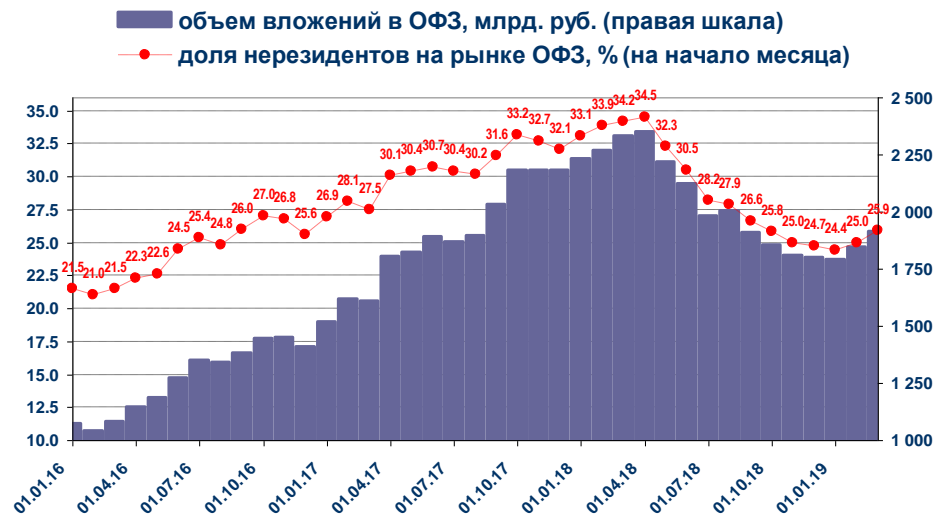
Выпуск	Погашение	Текущая дюрация, лет	Изменение доходности, п.п.			
			янв	фев	мар	1Q
26216	15.05.19	0.13	0.47	-0.26	0.18	0.40
26210	11.12.19	0.69	0.25	-0.17	-0.02	0.06
26214	27.05.20	1.12	0.17	-0.20	-0.04	-0.08
26205	14.04.21	1.87	-0.10	-0.10	0.04	-0.16
26217	18.08.21	2.22	-0.25	0.03	-0.05	-0.28
25083	15.12.21	2.47	-0.35	0.03	-0.01	-0.32
26209	20.07.22	2.95	-0.21	0.10	-0.06	-0.17
26220	07.12.22	3.23	-0.30	0.07	-0.04	-0.27
26211	25.01.23	3.38	-0.38	0.16	-0.14	-0.36
26215	16.08.23	3.82	-0.42	0.14	-0.18	-0.46
26223	28.02.24	4.25	-0.50	0.20	-0.13	-0.43
26227	17.07.24	4.47	0.00	0.00	0.04	0.04
26222	16.10.24	4.53	-0.44	0.17	-0.15	-0.42
26219	16.09.26	5.79	-0.61	0.13	-0.08	-0.56
26226	07.10.26	5.68	0.00	0.22	-0.09	0.13
26207	03.02.27	5.91	-0.57	0.14	-0.10	-0.52
26212	19.01.28	6.56	-0.57	0.16	-0.11	-0.52
26224	23.05.29	7.16	-0.51	0.23	-0.10	-0.38
26218	17.09.31	7.67	-0.48	0.22	-0.07	-0.33
26221	23.03.33	8.36	-0.49	0.21	-0.02	-0.29
26225	10.05.34	8.91	-0.38	0.19	-0.04	-0.24
В среднем по рынку		4.34	-0.27	0.08	-0.06	-0.25

Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

Говоря о конъюнктуре вторичного рынка ОФЗ в 1 квартале 2019г., можно отметить, что со второй половины февраля он стал «жить в новых реалиях», когда повышенный спрос со стороны нерезидентов не оказывает столь существенного влияния на уровень процентных ставок на вторичном рынке ОФЗ, как это было в предыдущие годы, а полностью удовлетворяется на аукционах, которые стали проходить по новым правилам без установления предельного объема размещения. Т.е. для «сдвига кривой» доходности государственных облигаций в ту или иную сторону потребуются более радикальные изменения внешних или внутренних условий.

По официальным данным Банка России доля инвесторов – нерезидентов выросла за январь – февраль т.г. на 1,5 п.п. до 25,9%, вернувшись фактически на уровень начала октября 2018г. В абсолютном выражении рост вложений по итогам первых двух месяцев составил 124 млрд руб. При этом в феврале объем вложений составил порядка 70 млрд руб., что превышает максимальный показатель прошлого года, который был зафиксирован также в феврале на уровне 64 млрд руб. Кроме того, нельзя не отметить, что в январе прирост вложений нерезидентов составил около 70% от объема первичных размещений, а в феврале – около 40%. Принимая во внимание существенное увеличение объема первичных размещений и их результаты в марте т.г., мы не исключаем, что можно ожидать и аналогичный прирост вложений нерезидентов, который, по нашим оценкам, может составить не менее 100-110 млрд руб., приблизившись к предыдущим месячным рекордам на уровне 136-149 млрд руб. в сентябре – октябре 2018г.

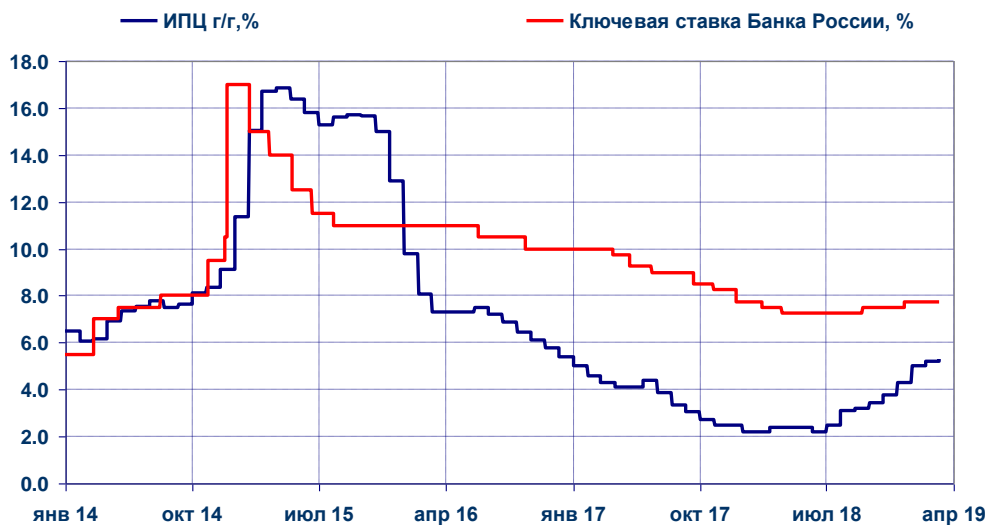
Рисунок 18. Доля и объем вложений нерезидентов на рынке ОФЗ



Источники: Банк России, расчеты БК «РЕГИОН»

Если в течение трех лет с середины 2015г до середины 2018г. одним из главных факторов, оказывающих положительное влияние на динамику рублевых облигаций, были данные по инфляции, то во второй половине прошлого года и в первый месяц 2019г. влияние этих данных было явно негативным. После минимальных уровней 2,2-2,4% в начале прошлого года последовал рост инфляции до 4,3% к концу прошлого года и до 5,0% в январе 2019г. Несмотря на то, что в феврале и марте т.г. инфляция в годовом выражении продолжила свой рост, составив 5,2% и 5,3% соответственно, недельные и месячные (с 1% в январе до 0,4 и 0,3% в феврале и марте) темпы существенно замедлились, что позволило Банку России снизить свои прогнозы на конец текущего года с 5,0-5,5% до 4,7-5,2% год к году. Снижение инфляции и инфляционных ожиданий стало одним из ключевых факторов для смягчения риторики Банком России и увеличения возможности снижения ключевой ставки уже в конце текущего года.

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

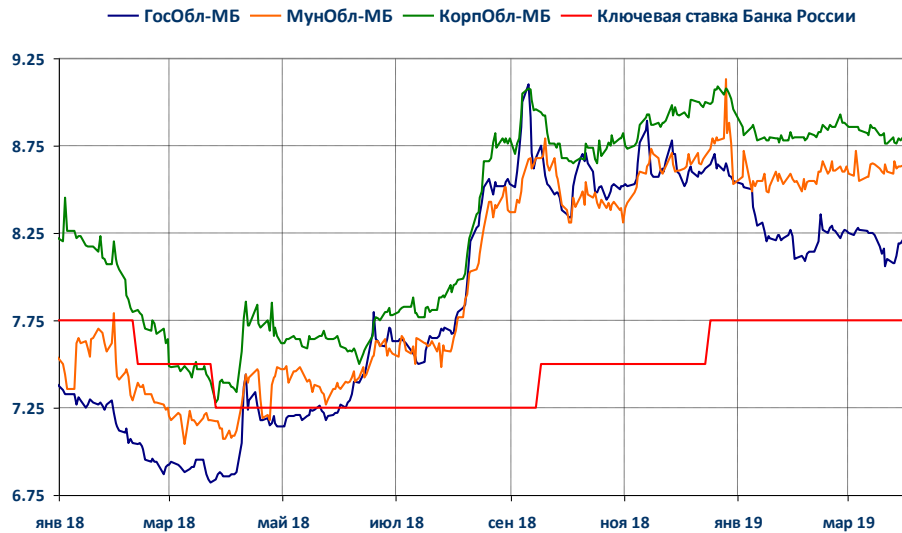


Источники: Банк России, Росстат.



Динамика процентных ставок на рынке субфедеральных и корпоративных облигаций в целом повторяла движение на рынке ОФЗ, но при меньшей волатильности, что обусловлено меньшей дюрацией и более быстрой потерей ликвидности. По итогам первого квартала 2019г., в соответствии с индексами доходности, рассчитываемыми Московской биржей, средняя доходность субфедеральных и корпоративных облигаций снизилась на 13 и 18 б.п. соответственно при снижении на 36 б. п. в среднем по ОФЗ.

Рисунок 19. Индексы доходности рублевых облигаций и ключевая ставка ЦБ РФ



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

Инвестиционная привлекательность

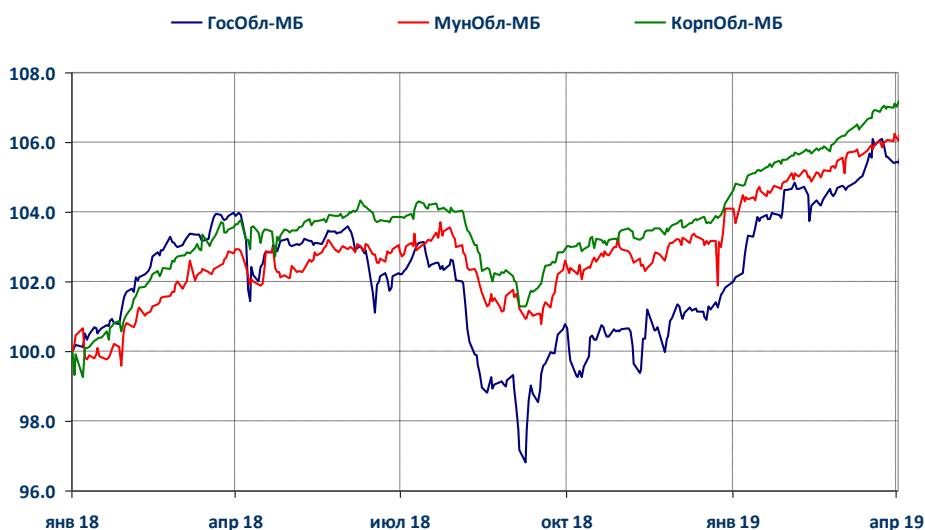
По итогам 1 квартала 2019г. вложения в ОФЗ принесли доход в размере 3,69%, что ниже дохода в 1 квартале 2018г. (4,19%), но выше показателя за весь прошлый год (2,12%). Доход на рынке ОФЗ оказался выше, чем на рынке субфедеральных и корпоративных облигаций, инвестиции в которые принесли доход в размере 1,89% и 2,67% соответственно. При этом доходы от вложений в рыночные инструменты превысили квартальный уровень доходности, который составило 1,8%. Наиболее неудачными инвестициями оказались валютные вложения, которые принесли убыток 6,82% и 8,48% в долларах США и евро соответственно.

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

Инструмент	Период					
	I кв. 19	2018	2017	2016	2015	2014
Рынок облигаций						
Все рублевые облигации	3.40%	1.39%	14.11%	8.65%	23.92%	-
Государственные (ОФЗ)	3.69%	2.12%	12.79%	14.98%	29.38%	-14.36%
Субфедеральные	1.89%	4.32%	10.29%	12.03%	16.17%	-4.49%
Корпоративные	2.67%	4.42%	12.28%	10.97%	18.56%	-1.43%
Рынок акций						
Индекс ММВБ	5.39%	12.30%	-4.71%	25.69%	26.12%	-9.32%
Валютный рынок						
долл. США	-6.82%	21.78%	-5.95%	-16.77%	22.99%	81.06%
евро	-8.48%	16.49%	6.89%	-19.93%	16.61%	51.97%
бивалютная корзина	-7.62%	19.17%	-0.01%	-18.27%	19.33%	66.45%
Инфляция (справочно)						
ИПЦ	1.80%	4.30%	2.50%	5.40%	12.90%	11.40%

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

Рисунок 20. Индексы совокупного дохода рублевых облигаций МБ в 2016-2018гг.



Источники: индексы облигаций МБ, расчеты БК «РЕГИОН» (на 01.01.2018г. значения индексов = 100%)

Перспективы и основные риски на долговом рынке

Позитивное начало 2019г., которое проходило на фоне некоторого улучшения общей ситуации в мире в целом и на рублевом долговом рынке в частности, потребовало улучшения наших оценок по ключевой ставке и доходности рублевых облигаций на конец года, сохранив остальные показатели базового сценария на прежнем уровне.

Прогноз основных макроэкономических показателей в 2019г.

Параметры	Базовый сценарий
Нефть Brent, \$/баррель	60,0 - 70,0
Курс, \$/руб.	63,0 - 66,0
Инфляция, %, г/г	4,9 - 5,2
Ключевая ставка ЦБ РФ, % годовых	7,25 - 7,50
Доходность ОФЗ, срок обращения - 10 лет	7,75 - 8,00
Доходность корпоративных облигаций, 1 эшелон (срок обращения - 3-5 лет)	8,20 - 8,50

Основными факторами, определяющими динамику рублевого долгового рынка в 2019г., станут следующие:

- ✓ **Геополитические риски.** Геополитические риски, связанные с развязыванием торговых «войн» между США и Китаем (даже несмотря на достигнутый «прогресс» в переговорах), а также рядом других стран, с замедлением мировой экономики, фактически с началом «холодной» войны, с вмешательством во внутренние дела других стран и с целым рядом возможных событий остаются главным фактором давления и периодически общего снижения интереса к валютам и активам развивающихся стран, в т.ч. к российской национальной валюте и рублевым активам. Кроме того, геополитические факторы могут привести к усилению волатильности на товарных и финансовых рынках.
- ✓ **Смена тенденций денежно-кредитной политики в мире.** Отказ от ужесточения и переход к более мягкой денежно-кредитной политики ФРС США и центральными банками других стран с развитыми рынками могут стать одними из главных факторов стабилизации ситуации (на фоне притока капитала) в странах с развивающимися рынками.
- ✓ **Антироссийские санкции.** Несмотря на отсрочку их введения и некоторую «усталость» от них в самих США, рублевые активы будут находиться под дополнительным давлением из-за опасений относительно возможности введения новых санкций, которые могут включать ограничения со стороны США на покупку нового госдолга РФ. При этом последствия их введения трудно прогнозируемы.
- ✓ **Инфляция и инфляционные ожидания.** Несмотря на то, что по итогам 1 квартала 2019г. инфляция в годовом выражении ускорилась до 5,3% против 4,3% по итогам 2018г., изменения за месяц в феврале и марте существенно снизились по сравнению с декабрем 2018г. и январем 2019г. (0,4 и 0,3% против 0,8 и 1,0% соответственно). Это позволило Банку России понизить свои прогнозы на конец текущего года с 5,0-5,5% до 4,7-5,2% год к году, уверенно заявлять о возвращении к «таргету» в 4% в первой половине 2020г., когда эффекты произошедшего ослабления рубля и повышения НДС будут полностью исчерпаны.
- ✓ **Политика Банка России.** Совет директоров Банка России 22 марта 2019г. принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 7,75% годовых. По заявлению регулятора, Банк России будет принимать решения по ключевой ставке с учетом динамики инфляции и экономики относительно прогноза, а также оценивая риски со стороны внешних условий и реакции на них финансовых

рынков. При развитии ситуации в соответствии с базовым прогнозом Банк России допускает переход к снижению ключевой ставки в 2019 году.

- ✓ **Планы по повышению заимствований на внутреннем рынке со стороны Минфина.** План заимствований Минфина РФ через ОФЗ на 2019г. составляет почти 2,4 трлн руб., при этом «чистые» размещения составят порядка 1,7 трлн руб., в т.ч. для инфраструктурных инвестиций. На 1 квартал 2019г. Минфином был заявлен объем внутренних займов на 450 млрд руб., который был перевыполнен на 63,795 млрд руб. или 14,2% от плана. Причиной успеха, как было отмечено ранее, стали спрос со стороны нерезидентов и «новые правила» размещения государственных облигаций. Кроме того, Минфин разместил в марте еврооблигации в объеме 3 млрд долларов США и 750 млн. евро. Кроме того, Минфин РФ отмечал, что возможное введение санкций США в отношении российского долга не помешает России осуществить планы государственных заимствований, т.к. спрос внутренних инвесторов будет достаточен для осуществления государственных заимствований в запланированных объемах даже без активного участия иностранцев на рынке ОФЗ. Тем не менее, текущий спрос со стороны нерезидентов быстрыми темпами ведет к выполнению очередного квартального и соответственно годового плана.

- ✓ **Навес нереализованных размещений субъектов РФ и корпоративных заемщиков.** Отказ от выхода на рынок облигаций в прошлом году многими регионами, а также крупными и средними корпоративными заемщиками может сформировать большое предложение на первичном рынке в 2019г. при условии стабилизации ситуации на финансовых рынках. Кроме того, в 2019г. корпоративным заемщикам придется рефинансировать погашаемые облигации на сумму более 530 млрд руб., регионам – на сумму порядка 100 млрд руб. Первый квартал показал, что корпоративные заемщики постепенно увеличивали свои объемы заимствования, внимательно отслеживая благоприятные периоды наличия спроса со стороны инвесторов. Ожидаем, что и в дальнейшем корпоративные эмитенты будут чутко реагировать на изменения конъюнктуры рынка, грамотно проводя свою заемную политику.

БК «РЕГИОН»

Адрес: Москва, Зубовский бульвар, д.11А
Многоканальный телефон: +7 (495) 777 29 64
Факс: +7 (495) 7772964 доб. 234

www.region.ru

REUTERS: REGION
BLOOMBERG: RGNM

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

РУБЛЕВЫЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК
Екатерина Шилыева (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.