



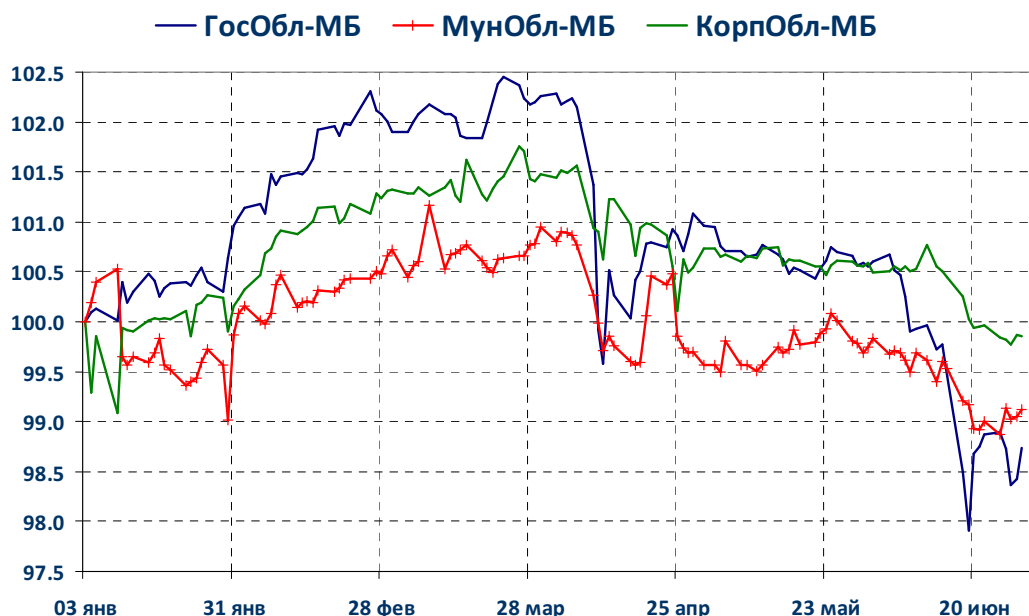
Александр Ермак aermak@region.ru
Юлия Гапон gapon@region.ru

Рынок рублевых облигаций: вошел в «крутое пике»

Основные итоги рынка рублевых облигаций за 2 квартал 2018 года

Во 2 квартале 2018г. конъюнктура рынка рублевых облигаций существенно ухудшилась под влиянием как внешних, так и внутренних факторов. В качестве основного внешнего фактора стало введение в начале апреля новых санкций со стороны США, которые затронули ряд российских «олигархов» и их компании. Кроме того, повышение вероятности ужесточения денежно-кредитной политики ФРС США привело к ослаблению национальных валют и давлению на долговые рынки развивающихся стран, что также затронуло российский рубль и рынок ОФЗ. По итогам первых двух месяцев отток средств с рынка ОФЗ инвесторов – нерезидентов составил 228 млрд. руб., что почти в 1,9 раза превысило приток средств нерезидентов в первом квартале текущего года. Минфин РФ реализовал всего на 48,4% квартальный план по размещению новых облигаций, а на вторичном рынке рост доходности ОФЗ составил от 50-60 б.п. на коротком и длинном концах «кривой» и до 80-90 б.п. – по среднесрочным выпускам. Большинство крупных корпоративных заемщиков отказались от первичных размещений на фоне роста ставок и высокой волатильности на рынке гособлигаций. Цены корпоративных и субфедеральных облигаций на вторичном рынке также показали негативную динамику, в результате которой повышение доходности по итогам второго квартал в этих сегментах в среднем составило 40-50 б.п. Одной из главных внутренних причин негативных изменений в настроениях инвесторов стали намерения правительства повысить НДС, которые привели к тому, что и Минфин, и ЦБ РФ были вынуждены признать, что инфляция может превысить целевой уровень в начале следующего года. Таким образом, вероятность дальнейшего снижения ключевой ставки в кратко- и среднесрочной перспективе существенно снизилась.

Приведенные ценовые индексы рублевых облигаций МБ в 2018г.

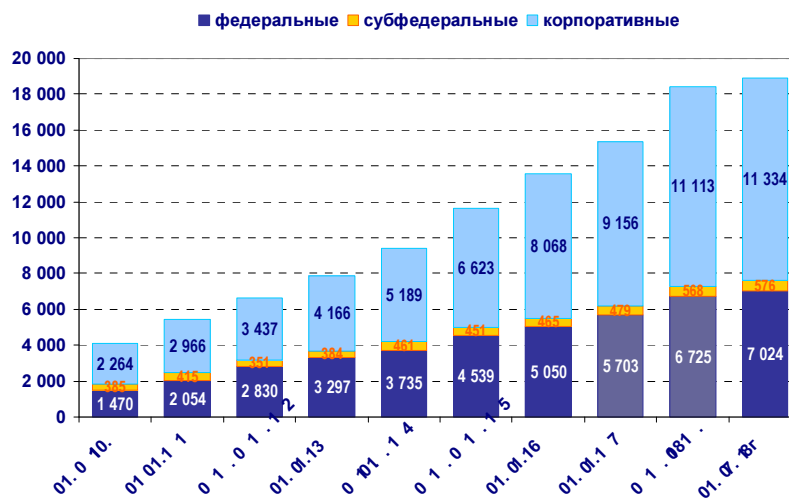


Источники: ценовые индексы облигаций МБ, расчеты БК «РЕГИОН» (на 01.01.2018г. индексы = 100)

Объем и структура рынка рублевых облигаций

На конец 2 квартала 2018г. общий объем рынка рублевых облигаций увеличился на 2,87% (1,97% в первом и 0,88% во втором квартале) по сравнению с началом года и составил около 18,934 трлн. руб. При этом объем рынка ОФЗ вырос на 4,45% и составил около 7,024 трлн. руб. Объем корпоративных облигаций в обращении составил на конец рассматриваемого периода около 11,334 трлн. руб., что на 1,99% выше уровня начала года и на 0,48% ниже уровня конца первого квартала т.г. После зафиксированного по итогам первого квартала снижения (-0,22%) рынок субфедеральных облигаций показал рост во втором квартале порядка 1,69%, что обеспечило увеличение его объема в обращении до 575,9 млрд. руб. (+1,47% к началу года).

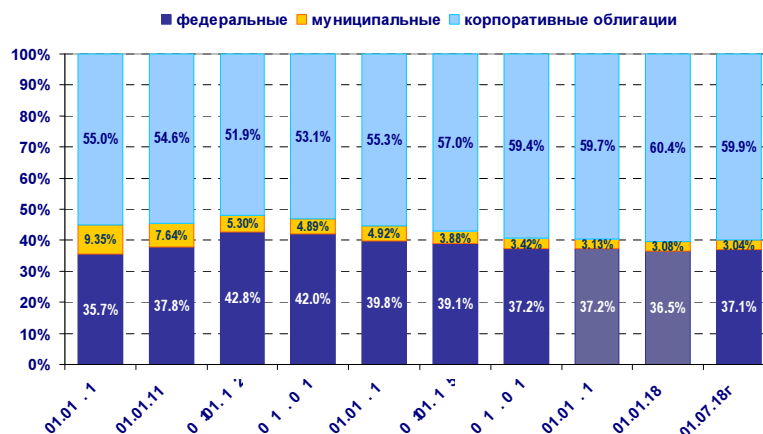
Рисунок 1.1. Объем рублевого облигационного рынка в обращении, млрд. руб.



Источник: расчеты БК «РЕГИОН».

В результате структура рынка рублевых облигаций изменилась незначительно: доля ОФЗ выросла до 37,1% против 36,3% и 36,54% в конце первого квартала и в начале года, доля корпоративных облигаций снизилась до 59,86% против 60,68% в конце первого квартала и 60,63% в начале года. Доля субфедеральных облигаций выросла до 3,04% с 3,02% в конце первого квартала, но осталась ниже уровня начала года (3,08%).

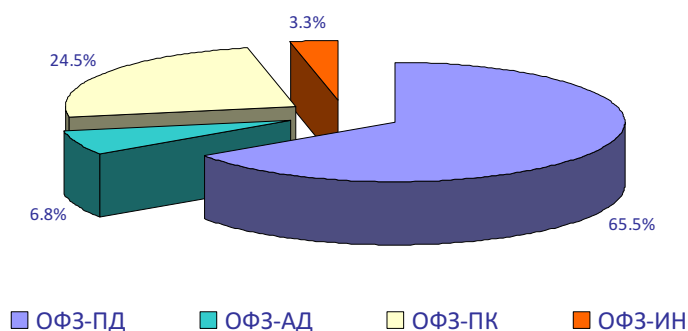
Рисунок 1.2. Структура рублевого облигационного рынка в обращении, %



Источник: расчеты БК «РЕГИОН».

На рынке государственных облигаций основную долю в размере около 65,5% (+1,9п.п. с начала года) занимают облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД). С 8,0% в начале года до 6,8% продолжает снижаться доля облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД). Доля ОФЗ-ПК снизилась с начала года на 1,4 п.п. до 24,5%. Около 3,3% (+0,8% с начала года) рынка занимают облигации федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН). Рост доли ОФЗ-ИН стал результатом размещения второго выпуска ОФЗ-ИН объемом 150 млн. штук, которое началось 4 апреля 2018г. По итогам четырех аукционов было размещено около 60 млн. облигаций (40% займа).

Рисунок 2.1. Структура рынка федеральных облигаций



Источник: расчеты БК «РЕГИОН».

Во втором квартале 2018г. продолжилось размещение третьего выпуска ОФЗ-н 53003 в объеме 15 млрд. руб. по номиналу. Продажи начались 15 марта 2018г. и на конец марта было реализовано облигаций на сумму 1,728 млрд. руб. (около 11,5% от заявленного объема). На конец второго квартала объем проданных облигаций составил 6,973 млрд. руб. по номинальной стоимости (46,5% от объема выпуска). Доходность облигаций (до уплаты комиссионного вознаграждения) в течение квартала была увеличена с 7,25% до 7,98% годовых (на первой неделе июля до 8,01% годовых).

Нельзя не отметить, что темпы продаж ОФЗ-н снижаются с каждым новым выпуском (траншем). Так, например, за 26 дней с начала размещения было продано 100% облигаций 1-го транша, для реализации 100% 2-го транша серии 53001 потребовалось 71 день, в течение 75 дней с начала размещения было продано 61,04% облигаций серии 53002 и всего 46,49% облигаций серии 53003.

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

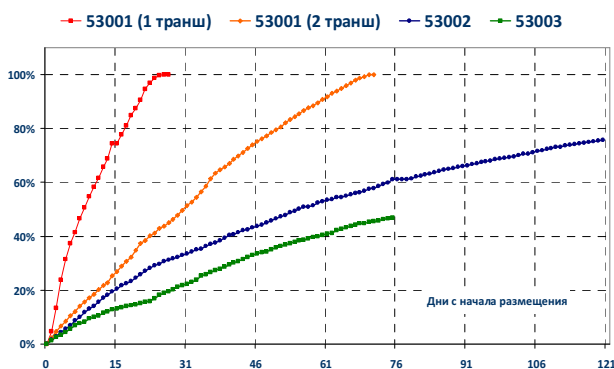
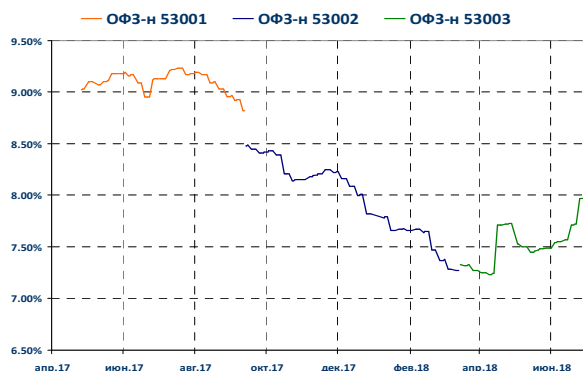


Рисунок 2.4. Доходность к погашению ОФЗ-н, % годовых (*)

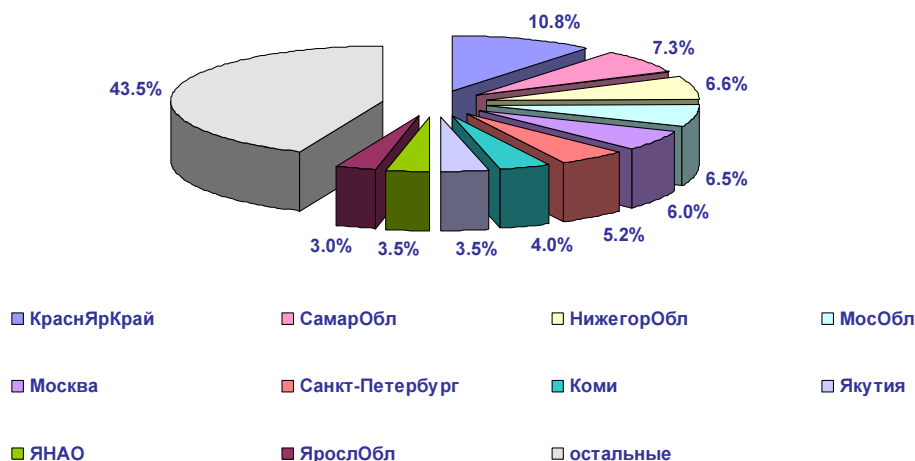


* до вычета комиссионного вознаграждения агента

Источник: данные Минфина, расчеты БК «РЕГИОН»

На рынке субфедеральных и муниципальных облигаций на конец 2 квартала 2018г. были представлены 128 выпусков долговых ценных бумаг 52 эмитентов, в том числе 11 выпусков 6 органов местной власти. Максимальную долю рынка по объему в обращении (около 10,8%) по-прежнему занимают облигации Красноярского края. На второе место после размещения нового займа вышла Самарская область (7,3%). На третью и четвертую строчки рейтинга по объему облигационных займов отодвинулись Нижегородская и Московская области с долей 6,6% и 6,5% рынка соответственно. Пятое место сохранила за собой Москва, которая не размещала свои долговые ценные бумаги с октября 2013г., с долей 6,0% рынка (против 12% на начало 2017 года и около 23% еще годом ранее). Десять крупнейших региональных заемщиков с суммарной долей около 56,5% представлены на графике.

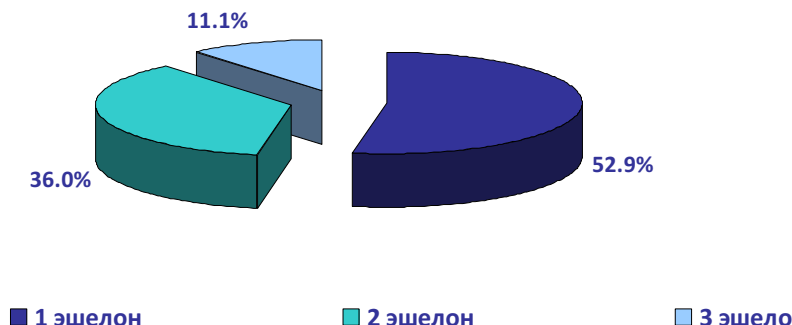
Рисунок 3.1. Структура рынка субфедеральных и муниципальных облигаций



Источник: расчеты БК «РЕГИОН».

На конец 2 квартала 2018г. доля облигаций региональных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) выросла до 52,9% с 50,2% в начале года. Доля облигаций второго и третьего эшелонов снизилась до 36,0% и 11,1% по сравнению с 38,1% и 11,7% на начало года соответственно.

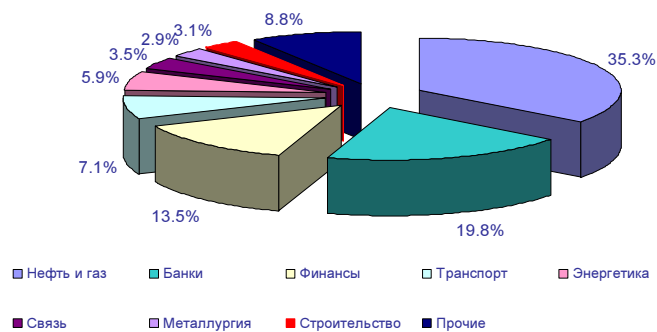
Рисунок 3.2. Эшелонированность рынка субфедеральных и муниципальных облигаций, % от общего объема



Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН».

На рынке корпоративных облигаций по итогам 2 квартала 2018г. нефтегазовый сектор сохраняет свое лидерство с долей 35,3% в общем объеме против 34,2% и 33,9% на начало рассматриваемого периода и начало года, опережая банковский сектор, доля которого продолжает расти с начала года с 19,1% до 19,8% (19,4% в начале второго квартала). Порядка 13,5% (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 7,1% и 5,9% (6,6% и 5,7% - в начале второго квартала, 6,4% и 5,8% на начало года) соответственно. Около 3,5% (3,4% на начало второго квартал и 3,3% на начало года) от общего объема занимает связь, порядка 2,9% и 3,1% (по 2,9% на начало второго квартала и по 3,0% на начало года) приходится на металлургию и строительство. Доля облигаций эмитентов остальных отраслей составила около 8,8% (11,8% на начало рассматриваемого периода).

Рисунок 4.1. Отраслевая структура рынка корпоративных облигаций

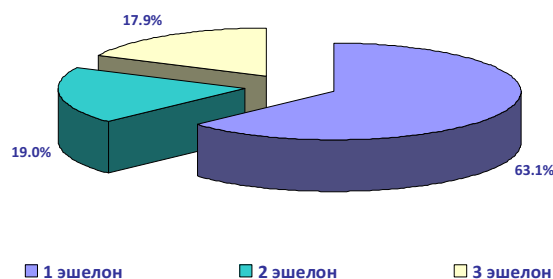


Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН»

Крупнейшими заемщиками на рынке корпоративных облигаций на конец 2 квартала 2018г. являлись: НК «Роснефть» (с долей 28,4% против 25,7% на начало второго квартала), РЖД (6,0% против 5,5%), ФСК ЕЭС (3,2% против 3,1%), Транснефть (2,9% против 3,0%), Башнефть (1,2%). Госкорпорация ВЭБ занимает 3,2% на конец 2 квартала против 3,0% в начале квартала (без учета краткосрочных облигаций), ДОМ.РФ (АИЖК) сохранил долю в 1,5% от общего объема рынка. Среди кредитных организаций крупнейшими заемщиками являются Россельхозбанк (с долей около 2,8% против 2,6% на начало квартала), Банк ГПБ (2,0% против 1,6%) и Сбербанк (1,6% против 1,1%).

Доля облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) оценивается нами на уровне 63,1% против уровня 60,2% и 61,3% на начало второго квартала и начало года от суммарного объема рынка. Доля облигаций второго эшелона составляет, по нашим оценкам, 19,0% (19,1% на начало квартала и 20,3% на начало года), третьего эшелона – 17,9% (на начало квартала - 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 2 квартале 2018г. составил, по нашим оценкам, около 488,8 млрд. руб., что на 46,7% ниже показателя 1 квартала т.г. При этом на долю ОФЗ пришлось 44,5% от общего объема размещений, на субфедеральные и корпоративные облигации – 4,8% и 50,7% соответственно. С начала года объем первичных размещений рублевых облигаций составил 1,364 трлн. руб., что на 27,5% ниже показателя за аналогичный период 2017г.

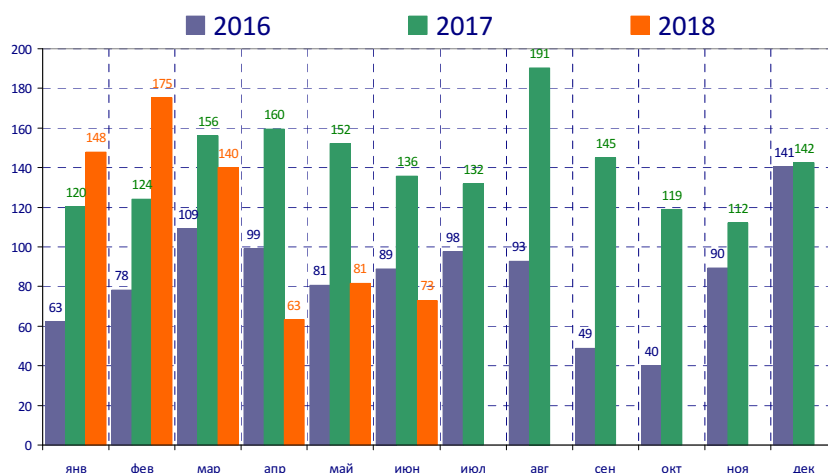
Рисунок 5. Объем первичного размещения облигаций в 2011–2018гг., млрд. руб.



Источники: Московская Биржа, расчеты БК «РЕГИОН»

Худшую динамику показал **первичный рынок ОФЗ**: объем размещений гособлигаций составил во 2 квартале 2018г. около 217,4 млрд. руб., что на 53,1% ниже, чем в 1 квартале т.г. При этом эмитент всего на 48,3% выполнил план по привлечению на внутреннем рынке, который, как и в 1 квартале, был установлен в объеме 450 млрд. руб. по номиналу.

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

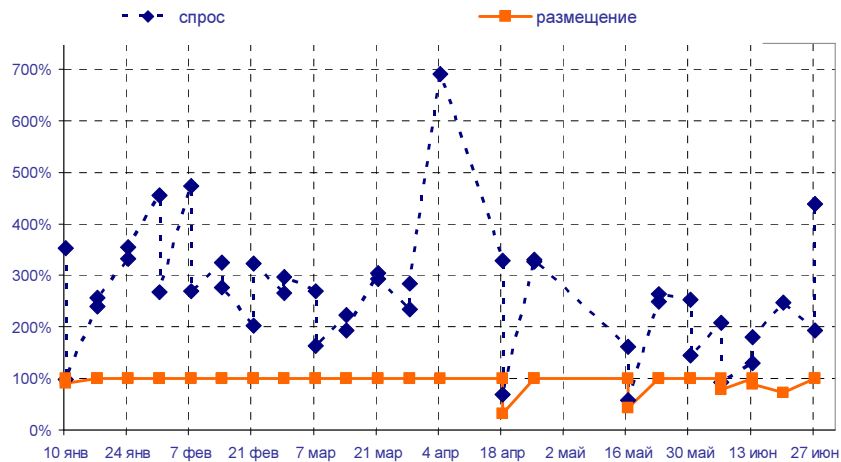


Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

Второй квартал не был отмечен таким высоким спросом, что наблюдался в 1 квартале 2018 г., эмитенту приходилось часто сокращать предложение и увеличивать премии к вторичному рынку. Тем не менее, в среднем по итогам 2 квартала 2018г. спрос составил 216% от объема предложения против 284% в первом квартале. При этом 11 апреля Минфин отказался от проведения аукционов, а в ходе 7 аукционов (40%) не смог реализовать свое предложение в полном объеме.



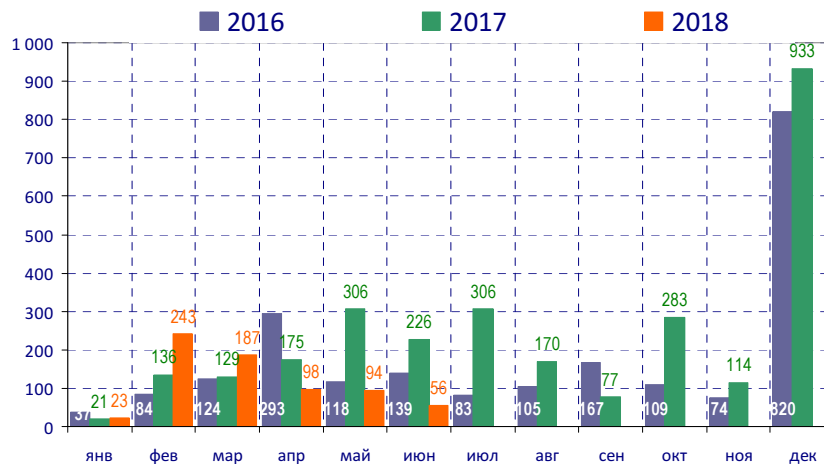
Рисунок 7. Объем спроса и размещения, в % от объема предложения ОФЗ



Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

По итогам 1 полугодия 2018г. объем **первичных размещений корпоративных облигаций** составил 701 млрд. руб. (без учета краткосрочных биржевых облигаций ВТБ и ВЭБ), что на 41,7% ниже аналогичного показателя за 2017г., когда корпоративные заемщики привлекли на облигационном рынке денежные средства на сумму 993 млрд. руб. При этом в 2 квартале 2018 г. объем первичных размещений составил 248 млрд. руб. против 453 млрд. руб., размещенных в 1 квартале текущего года.

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



Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

Во 2 квартале 2018 г. по сравнению с 1 кварталом на рынке публичного долга наблюдалось снижение активности эмитентов (в первую очередь, из числа крупных компаний), что стало следствием резкого ухудшения рыночной конъюнктуры. В апреле и мае компании корпоративного сектора разместили облигации на 98 и 94 млрд руб. соответственно (против 175 и 306 млрд руб., например, в 2017 г.), в июне на 56 млрд руб. (в июне 2017 г. – на 226 млрд руб.)

Введение новых санкций со стороны США, которые коснулись в т.ч. отдельных бизнесменов и их компаний, на фоне роста геополитических рисков привело к резкому ослаблению национальной валюты и существенному росту доходности на рублевом долговом рынке, прежде всего на рынке ОФЗ, где около трети рынка занимают нерезиденты. На этом фоне в связи с резким ухудшением ситуации в начале апреля от размещения новых выпусков отказался целый ряд корпоративных эмитентов, среди которых были: ТГК-1, МРСК Центра и Поволжья, Сбербанк, Фольксвагенбанк Рус. и ряд других эмитентов. Во второй половине

апреля 2018 года преимущественно размещались субординированные и структурные облигации, которые менее чувствительны к текущей волатильности ставок, в тоже время все основные эмитенты так и не вернулись на первичный рынок. Показательным стало проведение сбора заявок 27 апреля на новые облигации Почты России, по итогам которого объем займа был увеличен с 5 до 10 млрд. руб., а финальная ставка купонов на 5 лет до оферты при закрытии была установлена в размере 7,7% годовых (первоначально маркируемый диапазон был 7,60-7,85%). Таким образом, доходность составила 7,85% годовых, что предполагает спрэд к «кривой» доходности ОФЗ порядка 97 б.п., а до «апрельского» ухудшения эмитенты первого эшелона размещали свои облигации при доходности ниже или сопоставимой с ключевой ставкой и со спрэдом к ОФЗ на уровне 40-60 б.п.

Пауза, взятая эмитентами, также была связана с ожиданиями предстоящего в конце апреля заседания Банка России, на котором рассматривался вопрос о ключевой ставке. На своем заседании в конце апреля 2018 г. Банк России, как и ожидалось рынком, оставил ключевую ставку без изменения, отметив в своем заявлении, что «остаётся неопределенность относительно дальнейшей реакции инфляционных ожиданий на апрельские события на финансовых рынках», а «потенциал снижения ключевой ставки для формирования нейтральных денежно-кредитных условий несколько уменьшился».

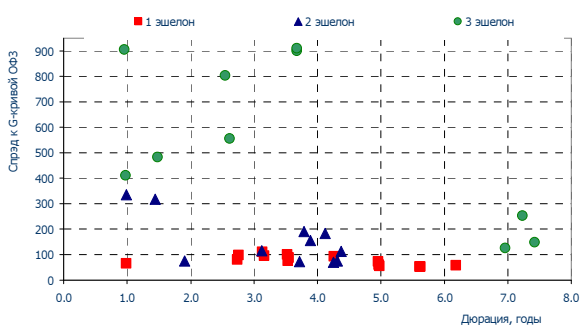
Последующее восстановление первичного рынка после майских праздников началось медленно и при более высоких уровнях ставок. Дом.РФ собрал 15 мая книгу заявок на 13-и месячные облигации с индикативной доходностью 7,16-7,27% годовых (спрэд к ОФЗ- 50-70 б.п.). Спрос превысил 40 млрд. руб., было размещено облигаций на 25 млрд. руб. при доходности 7,12% годовых (купон – 7,00%). При этом еще в начале апреля эмитент разместил годовые облигации с купоном 6,85% годовых (т.е. на 40 б.п. ниже ключевой ставки). 25 мая был размещен новый облигационный заем объемом 40 млрд руб. Сбербанк (дюрация 4,28 г., купон – 7,20%, доходность 7,33%, спрэд к ОФЗ – 35 б.п.), высокий спрос был обеспечен преимущественно внутренними клиентами кредитной организации. При этом в начале марта выпуск Сбербанк со сроком обращения 3,5 года был размещен с купоном 6,9% годовых.

Рыночный спрос был сконцентрирован в основном на облигационных займах эмитентов первого эшелона, но при этом инвесторы требовали от эмитентов более высоких премий.

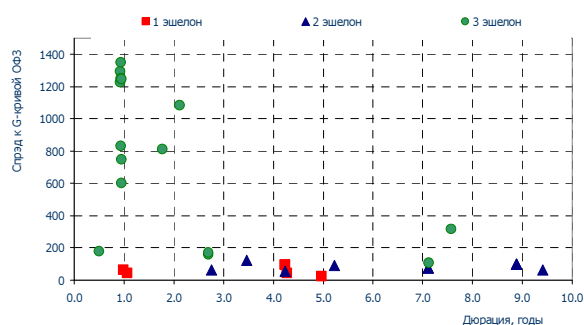
Очередной «шоковый» момент локальный рынок долга испытал после заседания Банка России по ключевой ставке, состоявшемся 15 июня, когда регулятор, как и ожидалось рынком, оставил ключевую ставку без изменения, но отметил в своем заявлении намерения вернуться к снижению ставки только в 2019 году.

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

1 квартал



2 квартал

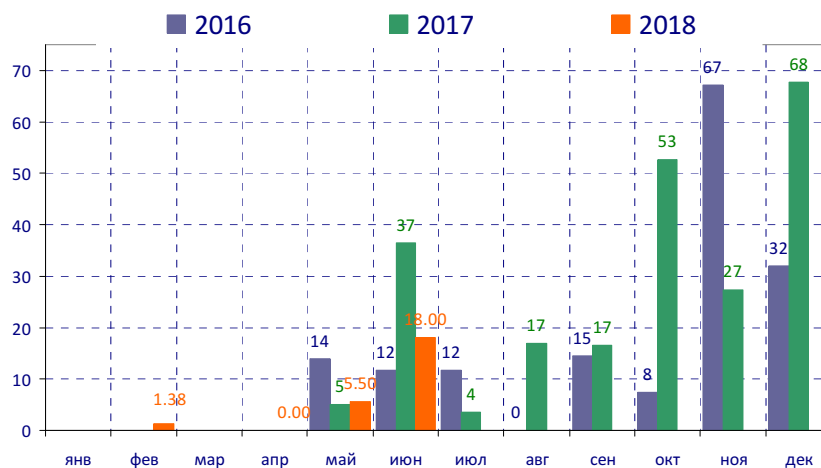


Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

На первичном рынке **субфедеральных и муниципальных** облигаций во 2 квартале 2018 г. состоялось три размещения новых облигационных займов следующих эмитентов: Республики Саха (Якутия), Краснодарского края и Самарской области. Первые кварталы традиционно характеризуются низкой активностью со стороны эмитентов-регионов. Первые размещения начинаются обычно в мае – июне, 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 10. Объем размещений субфедеральных облигаций, млрд. руб.



Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

Таблица Основные итоги размещения субфедеральных и муниципальных облигаций в 1 полугодии 2018 г.

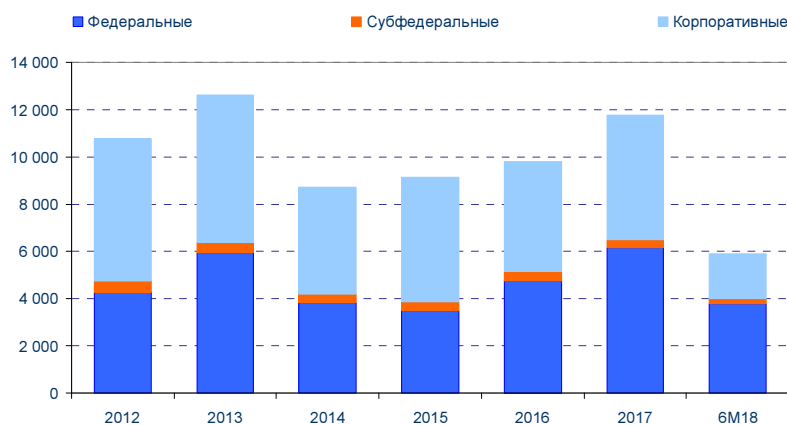
Эмитент	Дата размещения	Дата погашения	Объем размещ., млн. руб.	Купон, % годовых	Доход-сть, % годовых	Дюрация, лет	Спрэд к ОФЗ, б.п.	Рейтинги межд. агентств S&P's / Moody's / Fitch / АКРА / RAEX
Ненецкий АО*, 35001	28.02.18	07.11.24	1 375	7.80	8.03	3.04	155	- / - / BB- / - / -
Саха (Якутия), 35010	24.05.18	15.05.25	5 500	7.55	7.77	4.26	77	BB / - / BBB- / A(RU) / -
Краснодар. кр., 35002	05.06.18	03.06.25	10 000	7.63	7.85	5.49	82	- / B1 / BB / A(RU) / ruA+
Самарская обл., 35014	14.06.18	04.06.26	8 000	7.45	7.66	4.32	53	BB / Ba3 / - / A+(RU) / -

* - доразмещение

Обороты вторичного рынка

По итогам I полугодия 2018г. объем биржевых сделок с рублевыми облигациями составил 5,897 млрд. руб., т.е. остался на уровне, близком прошлому году, когда объем сделок составил 5 875,3 млрд руб. после роста на 33,7% в 1 полугодии 2017 г. по сравнению с 1 полугодием 2016г. При этом максимальный (почти двукратный) рост объема сделок (2,1 раза) к показателю аналогичного периода предыдущего года, продемонстрировали субфедеральные облигации, биржевой оборот по которым составил 195,8 млрд руб., хотя традиционно опережающая динамика наблюдалась в сегменте федеральных облигаций. В 1 полугодии объем сделок с ними вырос на 40,4% до 3,804 трлн. руб. Единственным сектором рублевого долгового рынка, объем сделок в котором уступил результату аналогичного периода предыдущего года (как и в 1 квартале 2018 г.), стали корпоративные облигации. Объем сделок с данными ценными бумагами составил около 1,897 трлн. руб., что на 38% ниже показателя предыдущего года (рис. 11.1). В разрезе кварталов обороты распределились достаточно равномерно: 49,4% приходилось на 1 квартал и 50,6% на 2 квартал 2018 г.

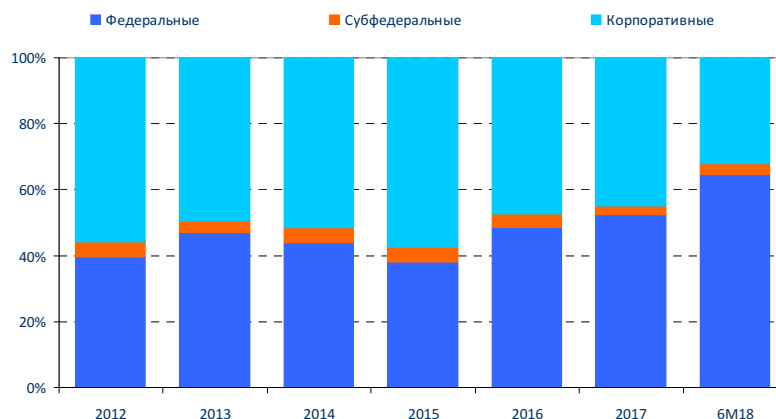
Рисунок 11.1. Объем биржевых сделок с облигациями, млрд. руб.



Источники: тоех.com, расчеты БК «РЕГИОН»

Как и в предыдущие годы, **объем биржевых торгов с ОФЗ** превысил показатель по корпоративным облигациям, по итогам 1 полугодия 2018 г. – в 2 раза. Доля ОФЗ в суммарном объеме в I полугодии 2018г. составила 64,5% против 32,2% по корпоративному долгу (52,3% против 44,9% по итогам всего 2017г. и 62,2% и 34,5% в 1 квартале 2018г.). На долю сделок с субфедеральными и муниципальными облигациями пришлось 3,3% от суммарного оборота против 2,8% по итогам всего 2017г. и 3,4% в 1 квартале 2018 г.

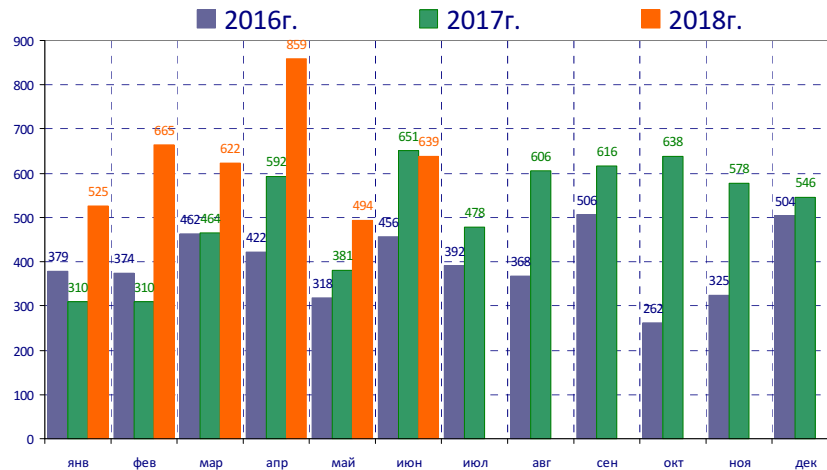
Рисунок 11.2. Структура биржевых сделок с облигациями, в % от суммарного объема



Источники: тоех.com, расчеты БК «РЕГИОН»

В апреле 2018г. на рынке ОФЗ был зафиксирован максимальный объем сделок в объеме 858,7 млрд. руб., превысив предыдущий рекорд, составивший около 665 млрд. руб. в феврале 2018г.

Рисунок 12. Объем торгов с ОФЗ в 2016-2018гг., млрд. руб.

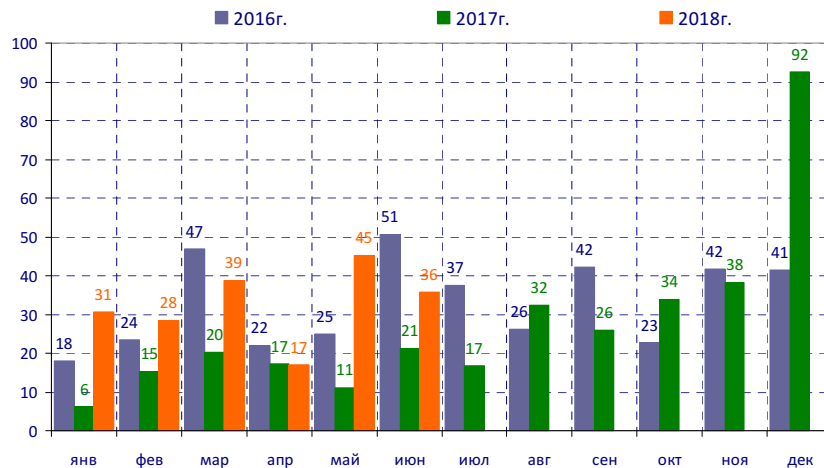


Источники: toex.com, расчеты БК «РЕГИОН»

Среди обращающихся в II квартале 2018г ОФЗ вновь наиболее активно торговался один из самых долгосрочных выпусков ОФЗ-ПД 26221 с погашением в марте 2033г., суммарный объем сделок с которым на основной сессии и в РПС Московской биржи составил около 273,2 млрд. руб. или около 14,5% от суммарного объема биржевых сделок с облигациями федерального займа (около 221,7 млрд. руб. или около 13,8% от суммарного объема в 1 квартале т.г.). Второй результат с объемом 243,5 млрд. руб. (13,0% от суммарного) был зафиксирован по выпуску ОФЗ-ПД 26207 с погашением в феврале 2027г. В тройку наиболее ликвидных бумаг вошел выпуск ОФЗ-ПД 26222 с погашением в октябре 2024г., объем сделок по которому составил около 139,1 млрд. руб. и 7,4% от суммарного объема биржевых сделок. На долю 10 наиболее торгуемых выпусков пришлось около 69,5% от суммарного объема биржевых сделок.

На **вторичном рынке субфедеральными облигациями** в II квартале 2018г. относительно высокая активность сохранилась: среднемесячный оборот составил около 32,6 млрд. руб. против 32,5 млрд. руб. в 1 квартале т.г. и порядка 16,5 млрд. руб. за аналогичный период 2017г.

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

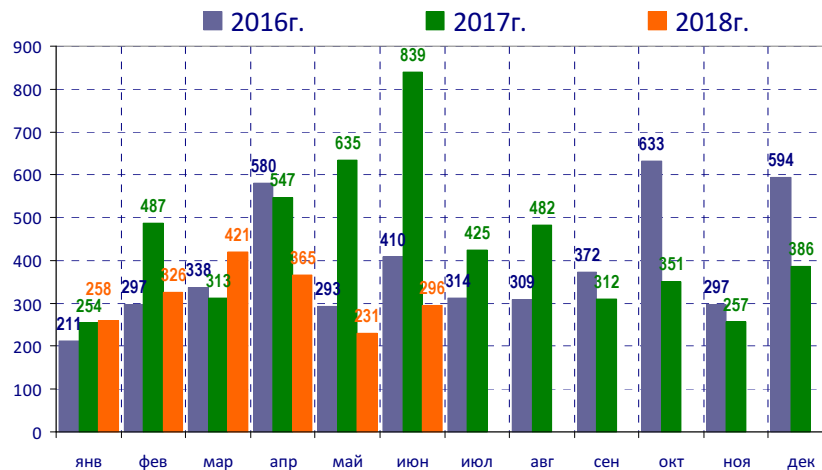


Источники: toex.com, расчеты БК «РЕГИОН»

Максимальную ликвидность в II квартале 2018г. на вторичном рынке субфедеральных облигаций показал выпуск 10 Нижегородской области, объем сделок с которым на основной сессии и в РПС Московской биржи составил около 12,4 млрд. руб. или 13,0% от суммарного объема сделок с региональными облигациями. Порядка 6,8 млрд. руб. (с долей около 7,1% рынка) составили обороты по облигациям ЯНАО 2016г. При этом на долю 10 наиболее активно торгуемых выпусков пришлось около 51,7, от суммарного оборота по субфедеральным и муниципальным облигациям на Московской бирже, а на долю 20 выпусков – 76,3%.

Во 2 квартале 2018 г. рыночная активность в облигациях корпоративных эмитентов значительно сократилась. Если в 1 квартале 2018г. среднемесячный объем биржевых торгов составил порядка 335 млрд. руб. (а максимальный был зафиксирован в марте в размере около 421 млрд. руб.), то во 2 квартале среднемесячный оборот составил всего 297,4 млрд руб. При этом в мае он снизился до 231 млрд руб. – минимуму с января 2016 г.

Рисунок 14. Объем торгов с корпоративными облигациями в 2016-2017гг., млрд. руб.

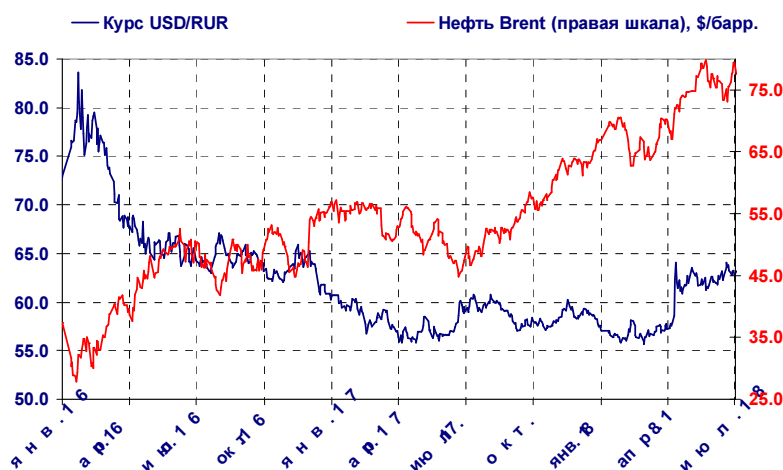


Источники: тоех.com, расчеты БК «РЕГИОН»

Конъюнктура рынка рублевых облигаций

На рынке рублевых облигаций во втором квартале 2018г. ситуация резко ухудшилась. Введение в начале апреля новых санкций со стороны США, которые коснулись в т.ч. отдельных бизнесменов и их компаний, на фоне роста геополитических рисков привело к резкому ослаблению национальной валюты и существенному росту доходности на рублевом долговом рынке, прежде всего на рынке ОФЗ, где около трети рынка занимают нерезиденты.

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



Источники: Банк России, REUTERS, БК «РЕГИОН»

После резкого падения цен рублевых облигаций в первой половине апреля рынок пытался скорректироваться вверх, отыграв около трети падения. И в дальнейшем практически до середины июня наблюдалось преимущественно боковое движение. Относительное затишье в это время отчасти было связано и с ожиданиями инвесторов решений по денежно-кредитной политике, которые в середине июня должны были быть приняты тремя центральными банками (ФРС США, ЕЦБ и Банк России). При этом не менее важным фактором для инвесторов была риторика последующих комментариев со стороны регуляторов.

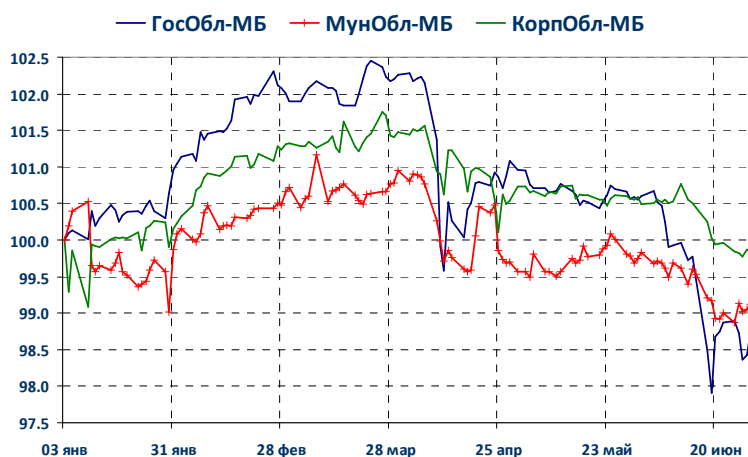
ФРС США по итогам заседания 12-13 июня приняла ожидаемое рынками решение повысить процентную ставку по федеральным кредитным средствам на 25 б.п. до 1,75-2% годовых, при этом в заявлении было сказано, что теперь ожидается четыре повышения ставки в 2018 году, включая мартовское и июньское, против ожидавшихся в марте трех повышений. Возможность ускорения повышения ставки вызвало определенное беспокойство у инвесторов.

ЕЦБ также как и ожидалось сохранил базовую ставку на прежнем уровне, пообещав удерживать ее неизменной, по крайней мере, до лета 2019г. При этом ЕЦБ планирует сократить объем выкупа облигаций в рамках QE с октября т.г. до 15 млрд. евро в месяц и завершить выкуп к концу декабря 2018г.

Банк России ожидаемо сохранил ключевую ставку на прежнем уровне (7,25%). Однако, после решения Правительства РФ о повышении НДС до 20% в 2019г., в результате которого Минфин РФ и ЦБ РФ заявили о возможном росте инфляции до 4,0-4,5% в 2019г., вероятность снижения в кратко- и среднесрочной перспективе практически сошла на нет. Изменения ожиданий инвесторов привело к очередному снижению цен рублевых облигаций.



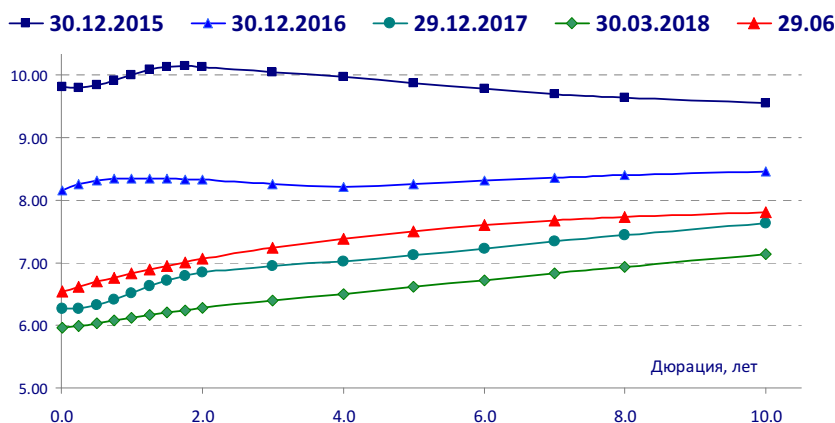
Рисунок 16. Динамика приведенных ценовых индексов МБ в 2018г. (на 01.01.2018г.=100)



Источники: тоех.com, расчеты БК «РЕГИОН»

В начале 2 квартала доходность ОФЗ достигла своего локального минимума за последние четыре года с момента введения антироссийских санкций. По итогам 2 квартала 2018г. рост доходности ОФЗ составил от 50-60 б.п. на коротком и длинном концах «кривой» и до 80-90 б.п. – по среднесрочным выпускам. В результате доходность ОФЗ превысила уровень, который был зафиксирован в конце 2017г.

Рисунок 17. G-кривая бескупонной доходности ОФЗ в 2015 – 2018гг.

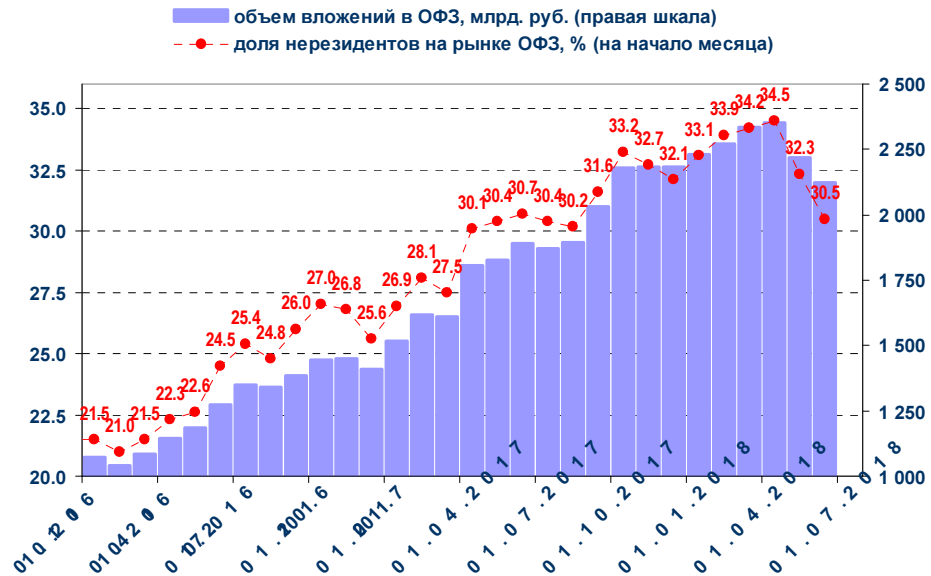


Источники: тоех.com, БК «РЕГИОН»

Говоря о конъюнктуре рынка ОФЗ, нельзя не отметить сохраняющееся влияние операций инвесторов – нерезидентов. В последние годы на рынке наблюдался преимущественно рост вложений нерезидентов в ОФЗ, которые на 1 апреля 2018г. достигли своего исторического максимума в 34,5%. В апреле - мае бегство иностранных инвесторов из российского риска стало следствием падения вложений нерезидентов в госбумаги до 32,3% на 01.05.2018 и 30,5% на 01.06.2018г., т.е. до уровня годичной давности. По данным Банка России, номинальный объем гособлигаций, принадлежащих нерезидентам, на 1 июня составлял 2,123 трлн. рублей при общем объеме рынка ОФЗ в размере 6,959 трлн. рублей. С начала 2018г. доля нерезидентов снизилась на 2,6%, в абсолютном выражении снижение составил 107 млрд. руб. (-4,8%). Рынок ОФЗ при этом вырос на 219 млрд. руб. (+3,2%). По состоянию на 1 июня 2017 года доля нерезидентов на рынке ОФЗ составляла 30,7% или 1,890 трлн. руб. при общем объеме рынка 6,163 трлн. рублей.



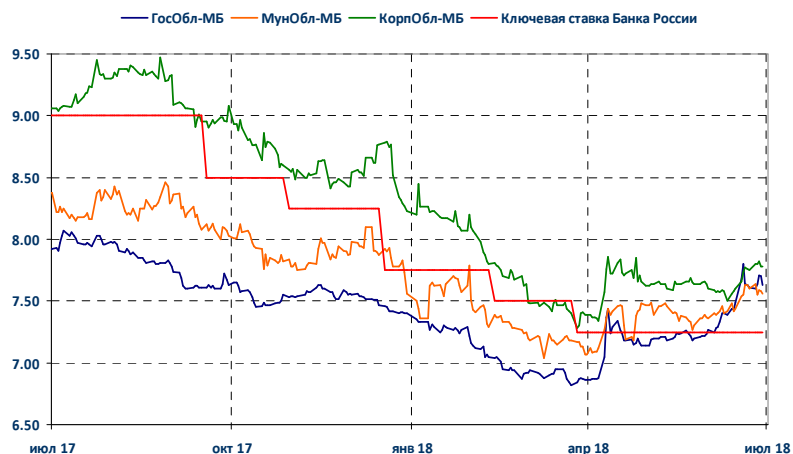
Рисунок 18. Доля и объем вложений нерезидентов на рынке ОФЗ



Источники: Банк России, расчеты БК «РЕГИОН»

На начало 2 квартала 2018г. доходность на рынке корпоративных и субфедеральных облигаций также находилась на своих локальных минимумах, что было, прежде всего, адекватной реакцией рынка на снижения ключевой ставки и доходности на рынке ОФЗ. По итогам 2 квартала 2018г., в соответствии с индексами доходности, рассчитываемыми Московской биржей, средняя доходность субфедеральных и корпоративных облигаций выросла на 39 и 49 б.п. соответственно против 77 б. п. в среднем по ОФЗ. При этом все индексы оказались выше ключевой ставки на 30-50 б.п.

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



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

Инвестиционная привлекательность

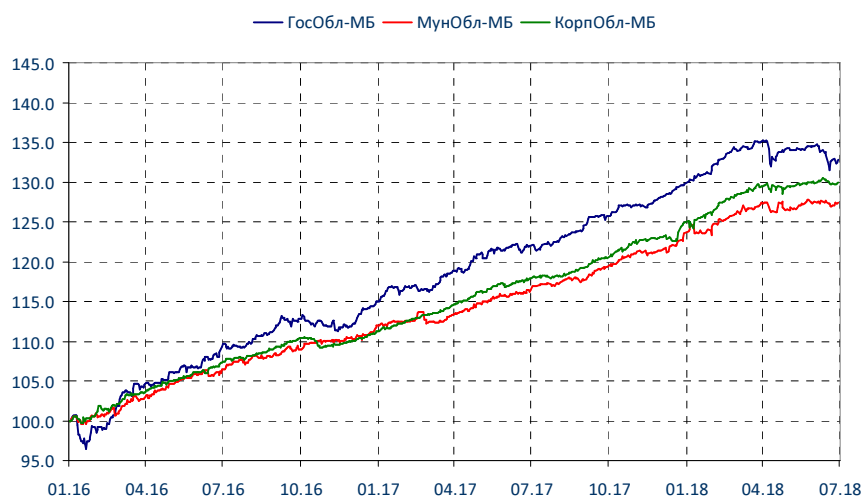
По итогам 2 квартала 2018г. индекс совокупного дохода ОФЗ, рассчитываемый Московской Биржей, потерял 1,67% против роста на 4,19% в течение 1 квартала, в то время как индексы корпоративных и субфедеральных облигаций показали условный рост на 0,32% и 0,07% соответственно. По итогам 2 квартала вложения в корпоративные и субфедеральные облигации принесли доход в размере 0,07% и 0,32% соответственно. Результат от инвестиций на фондовом рынке (после существенного роста в 1 квартале 2018г.) также оказался ниже инфляцию. Максимальный рост принесли бы инвесторам вложения в доллар США, покупка евро принесла бы доходы в размере 3,44%, что выглядит более удачным инвестированием по сравнению с возможностями заработать на рынке фондовом и долговым рынках.

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

Инструмент	Период				
	II кв. 18	I кв. 18	2017	2016	2015
Рынок облигаций					
Все рублевые облигации	-1.22%	2.81%	14.11%	8.65%	23.92%
Государственные (ОФЗ)	-1.67%	4.19%	12.79%	14.98%	29.38%
Субфедеральные	0.07%	3.08%	10.29%	12.03%	16.17%
Корпоративные	0.32%	3.69%	12.28%	10.97%	18.56%
Рынок акций					
Индекс ММВБ	1.10%	7.64%	-4.71%	25.69%	26.12%
Валютный рынок					
долл. США	9.59%	0.38%	-5.95%	-16.77%	22.99%
евро	3.44%	3.45%	6.89%	-19.93%	16.61%
бивалютная корзина	6.50%	1.90%	-0.01%	-18.27%	19.33%
Инфляция (справочно)					
ИПЦ	1.30%	0.80%	2.50%	5.40%	12.90%

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 01.01.2016г. значения индексов = 100%)

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 Шилева (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.