

Александр Ермак [aermak@region.ru](mailto:aermak@region.ru)  
Юлия Гапон [gapon@region.ru](mailto:gapon@region.ru)

**Рынок рублевых облигаций: на седьмом небе  
от «инвестиционного» счастья**

*Основные итоги рынка рублевых облигаций за II квартал 2019 года*

*Во втором квартале 2019г. рынок рублевых облигаций демонстрировал крайне позитивную динамику, о чем свидетельствуют: повышение объемов облигаций в обращении, рекордный объем первичных размещений ОФЗ и рублевых облигаций в целом, ускорение снижения доходности во всех секторах рынка, при этом уровень ставок по ОФЗ вернулся к показателям годовой давности. Такой результат обеспечил рост спроса со стороны нерезидентов, объем вложений которых показывает новые рекорды. Рост аппетита к риску со стороны инвесторов во всем мире обеспечило смягчение риторики ФРС США. Дополнительными стимулами роста интереса к рублевым активам были высокие цены на нефть и крепкий рубль, а также решение Банка России о снижении ключевой ставки и сохранении мягкой риторики на фоне существенного сокращения темпов роста инфляции.*





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

### Основные внешние факторы

- ✓ **Геополитические риски.** Второй квартал выдался довольно насыщенным на геополитические события. Очередные угрозы со стороны США о введении новых санкций в связи с делом Скрипалей и действиями России в Венесуэле, а также новая версия законопроекта о санкциях за вмешательство в выборы имели сдержанное влияние на российский долговой рынок. Складывалось впечатление, что для инвесторов санкционная тема уже исчерпана, и не имеет такого острого значения, как раньше. При этом встреча В. Путина и Д. Трампа на полях встречи G-20, а также снижение напряженности в торговой войне США и Китая обеспечили российским облигациям позитивные перспективы;
- ✓ **Денежно – кредитная политика ФРС.** В июне FOMC сохранил ставки в прежнем диапазоне 2,25 – 2,50%, но при этом дал рынкам больше уверенности в предстоящем смягчении монетарной политики США;
- ✓ **Рост нефтяных цен.** После роста в 1 квартале на 10,5% во 2 квартале стоимость трехмесячного фьючерса Brent продолжила расти, приблизившись к отметке 75 долларов за баррель. После этого произошла коррекция, но цены остаются на высоком уровне в пределах 60-65 долларов за баррель. Договоренность РФ с Саудовской Аравией о продлении сделки по ограничению добычи нефти ОПЕК+, заключенная в рамках саммита G-20, дает основания рассчитывать на сохранение позитивной динамики на нефтяном рынке.

### Основные внутренние факторы

- ✓ **Снижение инфляции.** Пройдя пиковое значение в 5,25% в марте, в апреле годовая инфляция замедлилась до 5,17% в апреле и продолжила снижение до 5,13% в мае. В июне инфляция была нулевой, а годовой показатель составил уже 4,7%;
- ✓ **Денежно-кредитная политики Банка России.** На фоне замедления инфляции и ослабления краткосрочных рисков, ранее присутствовавших в экономике, регулятор впервые за 15 месяцев снизил ключевую ставку на стандартные 25 б.п. При этом последующая риторика представителей Банка России позволяет рассчитывать не только на неоднократное снижение ставки до конца текущего года, но и на расширение шага ее единовременного снижения до 50 б.п.;
- ✓ **Возврат нерезидентов в российский рублевый долг.** Иностранные инвесторы активно наращивают вложения в российские госбумаги. На 01.06.2019г. их доля на рынке ОФЗ составила 30,0%. В абсолютном выражении инвестиции достигли исторического максимума – 2,5 трлн руб.;
- ✓ **Политика Банка России в части банковского регулирования.** Переход регулятора в мае к политике поэтапного сокращения лимитов безотзывных кредитных линий в целях их доведения после 1 мая 2022г. до нулевого значения способствует росту заинтересованности банков в наращивании позиций в ОФЗ;
- ✓ **Политика Минфина на первичном рынке ОФЗ.** Ограничение Минфином предложения гособлигаций на аукционах способствует перетоку инвестиционного спроса на вторичный рынок ОФЗ, а также способствует активизации новых размещений среди эмитентов корпоративного сектора.

### Объем и структура рынка рублевых облигаций

По итогам II квартала 2019г. общий объем рынка рублевых облигаций увеличился на 8,07% по сравнению с началом года и составил около 21,083 трлн руб. При этом объем рынка ОФЗ вырос на 13,34% и составил около 8,309 трлн руб. Объем в обращении корпоративных облигаций составил на конец рассматриваемого периода около 12,222 трлн руб., что на 5,24% выше уровня начала года. Объем рынка региональных облигаций составил на конец II квартала 2019г. 551,4 млрд руб., что на 2,1% ниже уровня начала года.

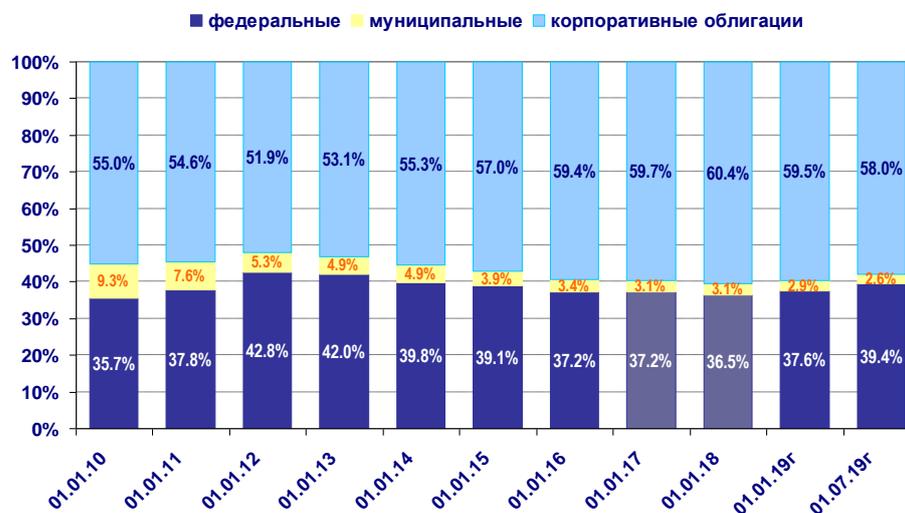
**Рисунок 1.1. Объем рублевого облигационного рынка в обращении, млрд руб.**



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

В результате общие тенденции в изменении структуры, которые наметились в прошлом году, сохранились и в первой половине 2019г., но сама **структура рынка рублевых облигаций изменилась незначительно**: доля ОФЗ выросла до 39,45% против 37,58% в начале года, доля корпоративных облигаций снизилась до 58,05% против 59,53% в начале года. Доля субфедеральных облигаций снизилась до 2,60% против 2,89% на начало года.

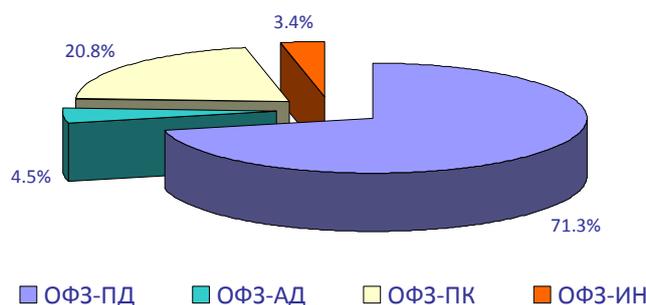
**Рисунок 1.2. Структура рублевого облигационного рынка в обращении, %**



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

На рынке государственных облигаций основную долю около 71,3% (+4,0 п.п. с начала года) занимают облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД). С 5,7% в начале года до 4,6% продолжает снижаться доля облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД). Доля ОФЗ-ПК снизилась с начала года на 2,8 п.п. до 20,8%. Около 3,35% (-0,06% с начала года) рынка занимают облигации федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН). Незначительное (относительно предыдущих двух видов облигаций) снижение доли ОФЗ-ИН стало результатом продолжения ежемесячного размещения второго выпуска, объем которого по итогам II квартала составил 4,254 млрд руб. номинальной стоимости (правда, апрельский аукцион был признан несостоявшимся).

**Рисунок 2.1. Структура рынка федеральных облигаций**



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

На рынке субфедеральных и муниципальных облигаций на конец II квартала 2019г. было представлено 105 выпусков долговых ценных бумаг 43 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 59,6% с 56,5% в начале года. Доля облигаций второго и третьего эшелонов составила 19,5% и 20,9% против 19,7% и 20,7% в начале года соответственно.

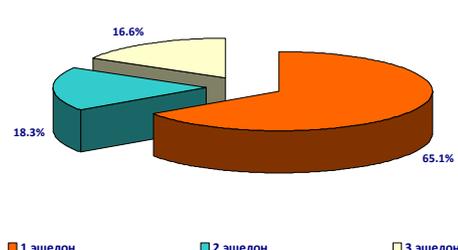
На рынке корпоративных облигаций на конец II квартала 2019г. в обращении находилось 1531 выпуска 420 эмитентов, что на 133 выпуска и 15 эмитентов больше, чем в начале года. Доля облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) оценивается нами на конец II квартала 2019г. на уровне 65,1% против 64,0% на начало года от суммарного объема рынка. Доля облигаций второго эшелона составляет, по нашим оценкам, 18,3% (19,1% на начало года и 20,3% на начало прошлого года), третьего эшелона – 16,6% (на 0,3 п.п. ниже уровня на начало года и на 1,8% ниже уровня годом ранее).

**Рисунок 3 и 4. Эшелонированность рынка, % от общего объема**

**субфедеральных и муниципальных облигаций**



**корпоративных облигаций**



Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН».



### Основные показатели первичного рынка

Объем первичных размещений рублевых облигаций по итогам первой половины 2019г. составил, по нашим оценкам, около 2 344 млрд руб., что на 66,8% выше показателя за аналогичный период предыдущего года. При этом рынок ОФЗ показал рост на почти на 106%, рынок корпоративных облигаций вырос на 33,6%, а рынок субфедеральных облигаций снизился на 71,9%.

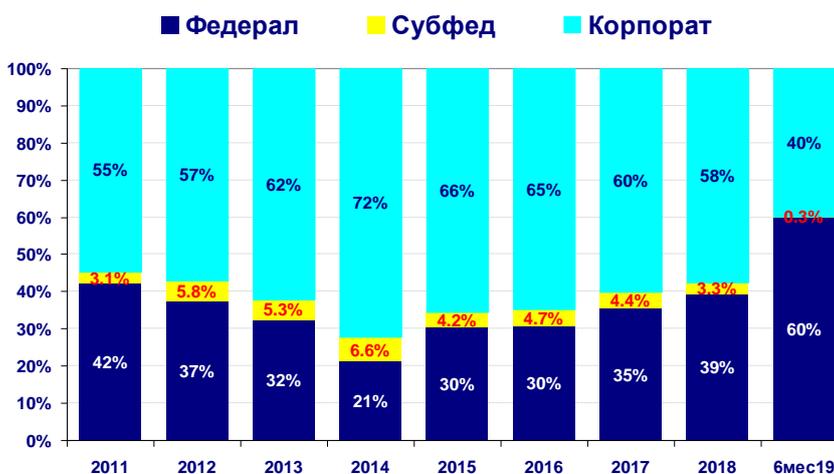
Рисунок 5.1. Объем первичного размещения облигаций в 2011–2019гг., млрд руб.



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

На долю ОФЗ пришлось 59,8% от общего объема размещений, на корпоративные облигации – 39,9%. Таким образом, по итогам первой половины, также как и по итогам первого квартала 2019г., размещение государственных облигаций превысило объем реализации в корпоративном секторе, что происходит впервые в современной истории рынка рублевых облигаций. На долю субфедеральных облигаций пришлось всего 0,3% от общего объема, что является крайне низким показателем.

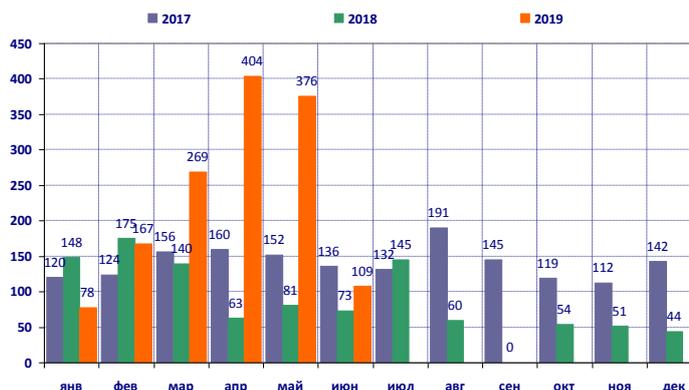
Рисунок 5.2. Структура первичного размещения облигаций в 2013–2019гг.



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

На рынке ОФЗ объем размещений составил во II квартале 2019г. около 888,2 млрд руб., что на 73% выше, чем в I квартале т.г. Это очередной исторически максимальный показатель размещения в течение одного квартала, предыдущие максимальные показатели составляли 513,8 и 467,7 млрд руб. по итогам I квартала т.г. и III квартала 2017г. соответственно. В общем объеме размещений наибольшую долю (около 62%) заняли среднесрочные облигации (со сроком обращения от 5 до 10 лет). На долю долгосрочных выпусков (более 10 лет) пришлось около 29%, а на краткосрочный сегмент (до 5 лет) – около 9%.

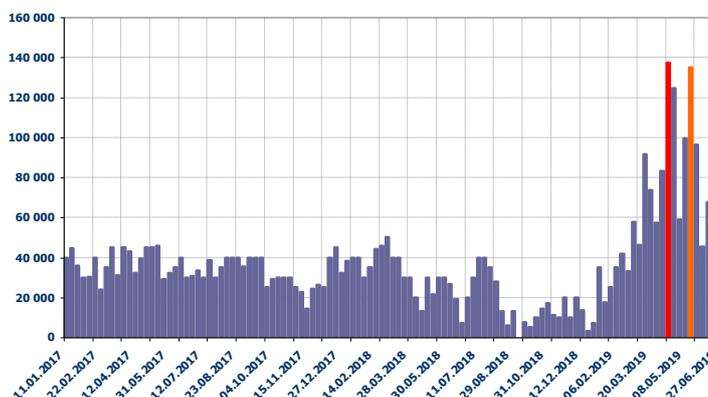
**Рисунок 6.1 Объем размещения ОФЗ в 2017-2019гг., млрд руб.**



Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

Основные составляющие успеха Минфина на первичном рынке гособлигаций остались прежними: высокий спрос, в первую очередь, со стороны инвесторов – нерезидентов, которых по-прежнему привлекали рублевые активы благодаря укреплению курса рубля на фоне восстановления цен на нефть и отсутствию новых санкций со стороны США, а также возможность смягчения ДКП со стороны ФРС США (что увеличило аппетит к риску инвесторов во всем мире). К инвесторам - нерезидентам в середине рассматриваемого периода присоединились и крупнейшие российские банки (после начала регулятором поэтапного сокращения лимитов безотзывных кредитных линий) и остальные российские инвесторы, которые поверили (на фоне более низких темпов инфляции и более мягкой риторики Банка России) в возможность снижения ключевой ставки, которое произошло в июне т.г. Кроме того, высокий результат был получен благодаря новому механизму проведения аукционов, который не предполагает предварительного установления предельного объема размещения отдельного выпуска. В результате изменения правил проведения аукционов общий объем размещений в апреле и мае 2019г. составил 404 и 376 млрд руб. соответственно, что более чем в четыре раза превышает средний месячный показатель прошлого года. В июне эмитент вернулся к практике ограничения предложений, что существенно снизило объем размещения.

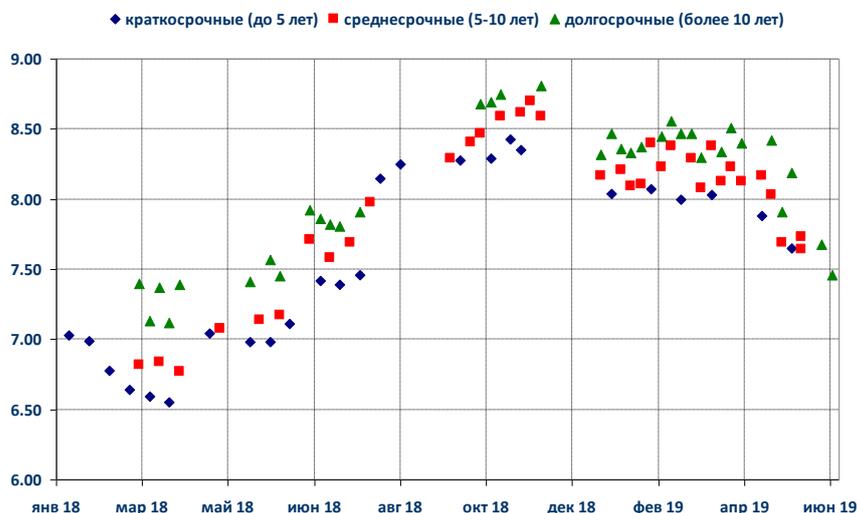
**Рисунок 6.2 Ежедневные объемы размещения ОФЗ**



Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

После устойчивого роста аукционной доходности в течение всего прошлого года, в I и II кварталах 2019г. на аукционах по размещению ОФЗ было зафиксировано снижение доходности, которое по сравнению с концом 2018г. составило по всем срокам обращения облигаций в пределах 70 б.п. по коротким, 86 б.п. – по среднесрочным и 135 б.п. по долгосрочным выпускам (см. рисунок).

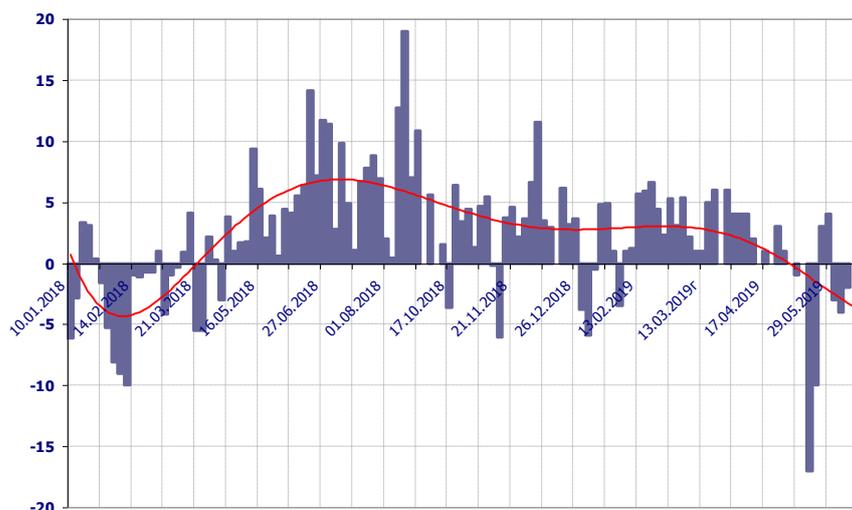
**Рисунок 7.1 Средневзвешенная аукционная доходность ОФЗ в 2018-2019гг., % годовых**



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 I 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. Во II квартале максимальная премия не превысила 4 б.п., а в среднем ОФЗ размещались с отрицательной премией в размере -0,5 б.п. (т.е. с дисконтом к вторичному рынку).

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

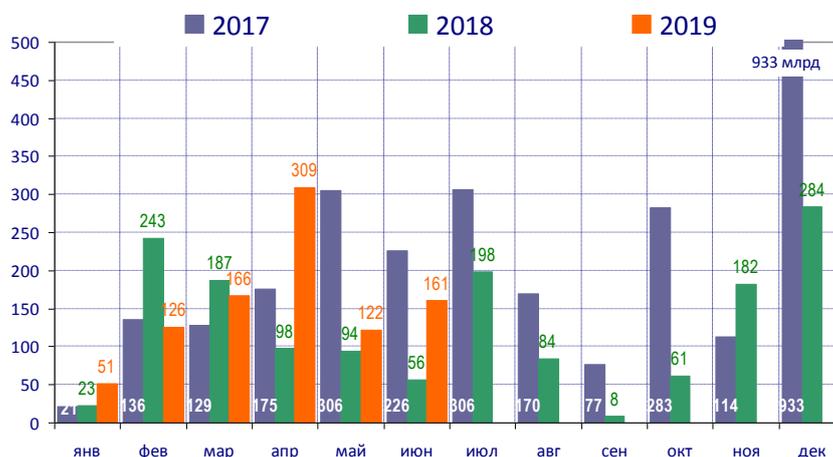


Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

По итогам II квартала 2019г. объем **первичных размещений корпоративных облигаций** составил 591,4 млрд руб. (без учета краткосрочных биржевых облигаций ВТБ и ВЭБ), что на 72% превышает показатель I квартала т.г. и более чем 2,7 раза результат аналогичного периода 2018г. (когда рынок испытал первый шок после введения американских санкций против ряда российских компаний). При этом наибольшую активность эмитенты проявили в первом месяце квартала, когда объем первичных размещений составил около 309 млрд руб., превысив в 2,0-2,5 раза соответствующие показатели мая и июня 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.

По итогам первой половины 2019г. объем размещений корпоративных облигаций (без учета краткосрочных биржевых облигаций ВТБ и ВЭБ) составил 935,2 млрд руб., превысив на 49,8% показатель за аналогичный период 2018г.

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



Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

Несмотря на рекордный объем размещений, тенденция размещения в большей мере относительно коротких выпусков во втором квартале сохранилась: средняя дюрация новых выпусков составила 2,8 года. Однако, ряд эмитентов, такие как РЖД (7-9 лет), Северсталь (10 лет), Мегафон (7лет), МТС (5,5-6,0 лет) тестировали рынок, в том числе, и более длинными выпусками.

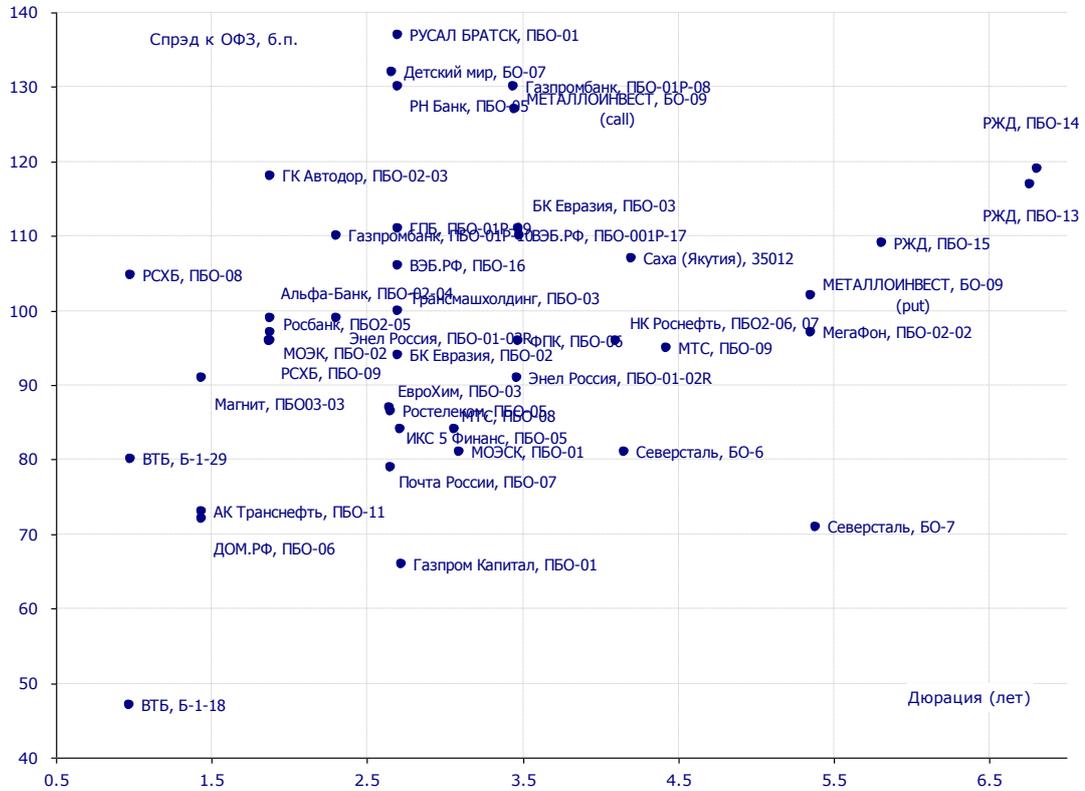
Лидерами по объему размещения во II квартала 2019г. стали Газпромбанк и РЖД, которые разместили облигации на сумму по 46 млрд руб., Роснефть – 30 млрд руб. После долгого перерыва вернулись Азбука Вкуса (эмитент Городской супермаркет) и Северсталь, разместившие новые выпуски на 3,5 млрд руб. и 25 млрд руб. соответственно.

Во II квартале минимальные спреды к «G-кривой» доходности ОФЗ показали размещения однолетнего выпуска ВТБ (47 б.п.), трехлетнего выпуска Газпром Капитал (66 б.п.), семилетнего займа Северстали (71 б.п.), полуторалетние выпуски ДОМ.РФ и Транснефть (72 и 73 б.п. соответственно). В долгосрочном сегменте (7-10 лет) можно отметить размещение трех выпусков РЖД, которые прошли со спрэдом по доходности к ОФЗ на уровне 80-130 б.п. Спреды большей части размещений первого – второго эшелона прошли в диапазоне 95 – 155 б.п. Третий эшелон размещался со спрэдом в пределах 170 – 300 б.п. Доходность облигаций категории «**high yield**» при размещении предлагали премию к ОФЗ в широком диапазоне от 690 до 1010 б.п.

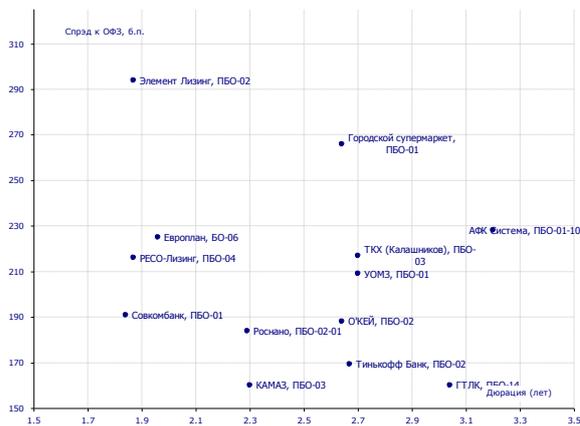


Рисунок 9. Спрэд к ОФЗ доходности первичных размещений корпоративных облигаций

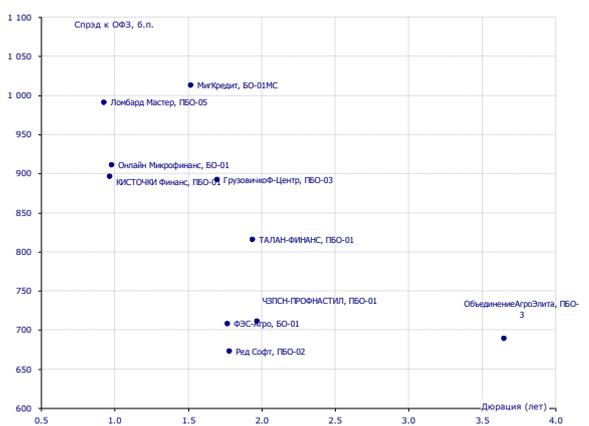
**1-2 эшелон**



**2-3 эшелон**



**«High yield» облигации**



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

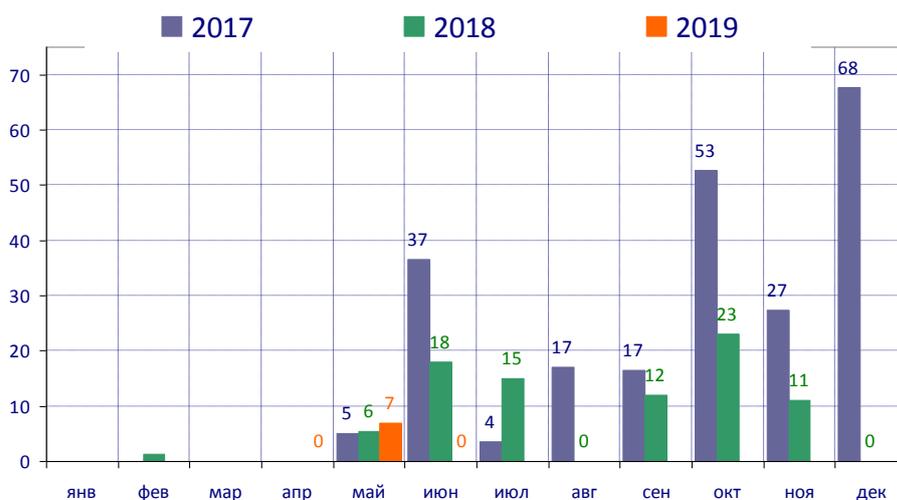
В сегменте **субфедерального долга** активности эмитентов не наблюдается, что является достаточно необычной ситуацией для II квартала года, когда традиционно начинались размещения новых субфедеральных займов. Единственным на сегодня размещением является размещение выпуска Республика Саха (Якутия) серии 35012. Республика Саха (Якутия) стала первым и единственным в текущем году субъектом РФ, который вышел на облигационный рынок в 2019 году, при этом спрос на облигации превысил предложение более чем в 8 раз. В ходе размещения заявки подали 63 инвестора, в том числе 24 заявки получено от физических лиц. Основными инвесторами выступили российские банки, инвестиционные компании, управляющие компании, НПФ.

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

Эмитент, выпуск	Дата размещения	Дата погашения	Объем размещения, млн. руб.	Купон, % годовых	Доходность, % годовых	Дюрация, лет	Спрэд к ОФЗ, б.п.	Рейтинги межд. агентств S&P's / Moody's / Fitch / АКРА / RAEX
Республика Саха (Якутия), 35012	22.05.2019	13.05.26	7 000,0	8,59	8,87	4,18	107	-/-/BBB-/A(RU)/ruAA-

Источник: регионы, расчеты БК «РЕГИОН»

**Рисунок 10. Объем размещений субфедеральных облигаций, млрд руб.**



Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

Согласно законам о бюджетах 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 имеют 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.



### Обороты вторичного рынка

По итогам 1-ой половины 2019г. объем биржевых сделок с рублевыми облигациями составил 4 307,1 млрд руб., что на 27% ниже показателя за аналогичный период прошлого года. Максимальное снижение объема сделок (-65,6%) наблюдалось в сегменте субфедеральных облигаций. Правда, объем сделок с ними достаточно мал – около 67,4 млрд руб. или всего 2,7% от общего объема. В пределах 34,9% произошло падение объемов сделок в корпоративном сегменте, составивший 1 235,4 млрд руб. против более 1,897 трлн руб. годом ранее. В сегменте государственных облигаций наблюдалось минимальное сокращение оборотов – на 21,0% до 3 004,3 млрд руб. против 3 804 млрд руб. в 1-ой половине 2018г.

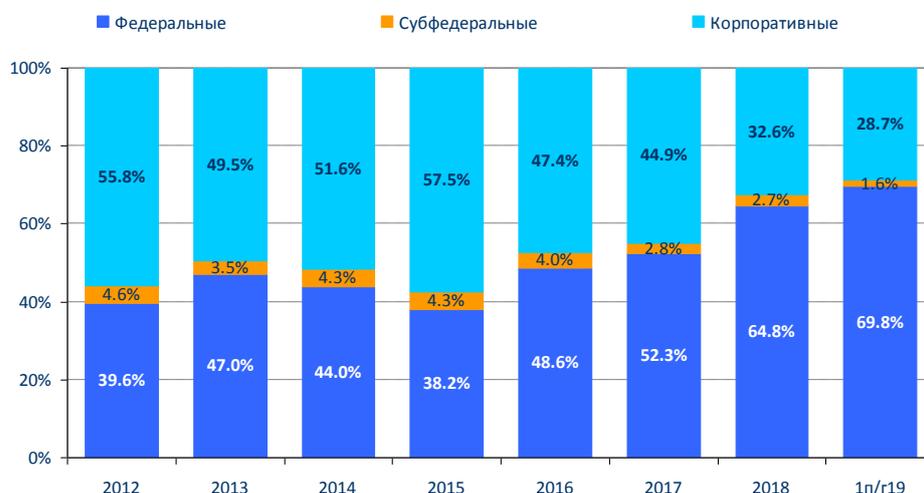
**Рисунок 11.1. Объем биржевых сделок с облигациями, млрд руб.**



Источники: МБ, расчеты БК «РЕГИОН»

**В первой половине 2019г. продолжился рост доли ОФЗ в суммарном объеме биржевых торгов, который наблюдается с 2016г.** По итогам 1-й половины 2019г. она составила 69,8%, что является максимальным показателем в современной истории рынка. Доля корпоративных облигаций в суммарном объеме сделок составила 28,7% против 32,6% по итогам 2018г.). На долю сделок с субфедеральными и муниципальными облигациями пришлось 1,6% от суммарного оборота против 2,7% - 2,8% по итогам всего 2017 – 2018гг.

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

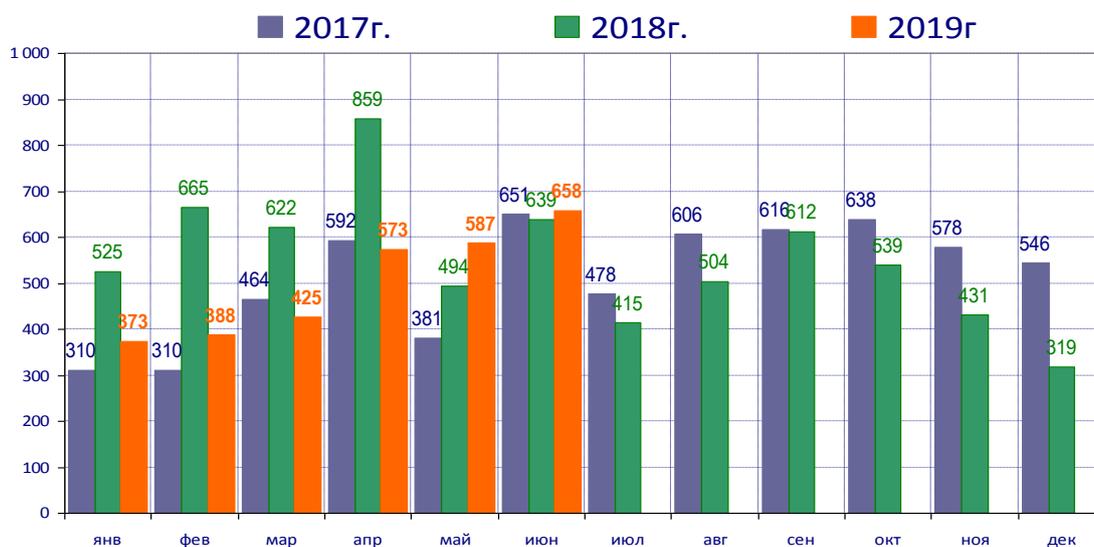


Источники: расчеты БК «РЕГИОН»



В 1-ой половине 2019г. наибольший объем сделок на рынке ОФЗ был зафиксирован по итогам июня в объеме 658 млрд руб., на 12-15% превысив показатели апреля и мая, и на более чем 54% выше максимального объема сделок в первом квартале. Одной из главных причин роста сделок на вторичных торгах стал возврат Минфина РФ к проведению первичных аукционов с лимитированным предложением, которое постепенно сокращалось к концу II квартала т.г. По данным Банка России, нерезиденты сохраняли высокий спрос на российские ОФЗ и в условиях сокращения первичного предложения переместили покупки на вторичный рынок: в июне 53% прироста вложений нерезидентов в ОФЗ произошло на вторичных торгах, тогда как в мае аналогичный показатель был равен 34

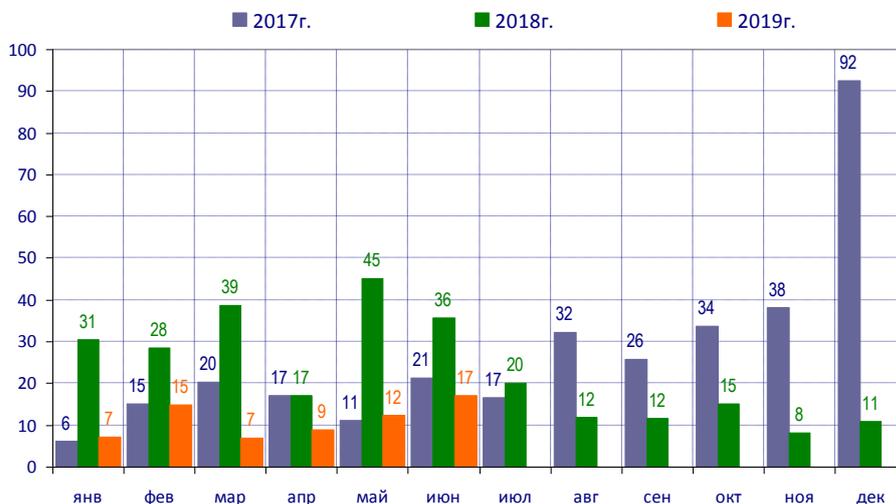
**Рисунок 12. Объем торгов с ОФЗ, млрд руб.**



Источники: МБ, расчеты БК «РЕГИОН»

На **вторичном рынке субфедеральных облигаций** в 1-ой половине 2019г. максимальная активность (17 млрд руб.) была отмечена в июне, что очевидно связано с переформированием отдельных инвестиционных портфелей на фоне существенного снижения доходности на рынке ОФЗ и после первого первичного размещения на этом рынке, которое состоялось в мае.

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

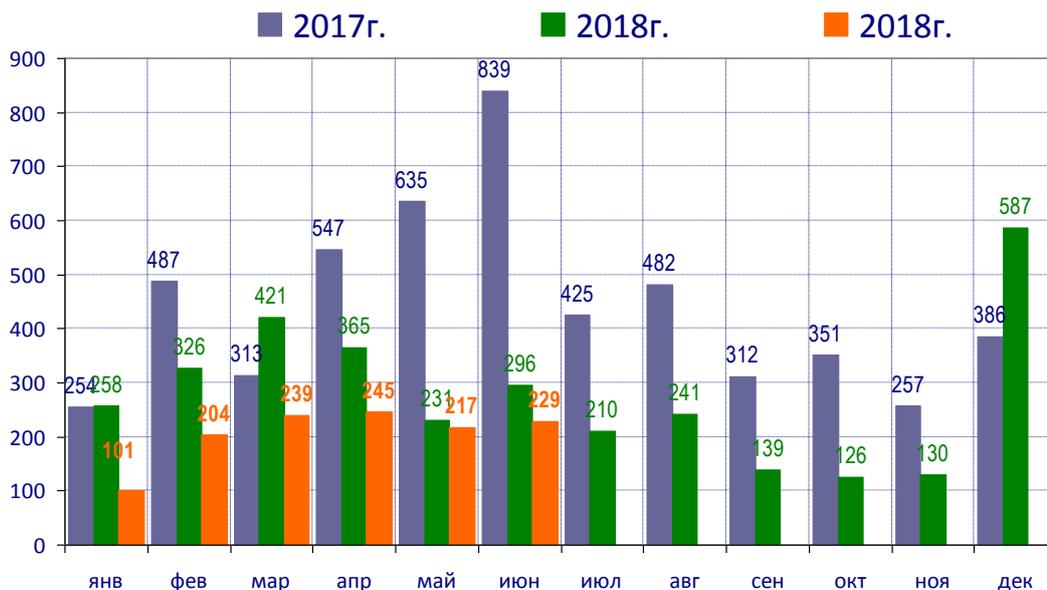


Источники: МБ, расчеты БК «РЕГИОН»



В 1-ой половине 2019г. среднемесячный объем сделок с **облигациями корпоративных эмитентов** значительно (-35%) сократился до 205,9 млрд руб. против 316,2 млрд руб. годом ранее. Максимальный оборот за месяц составил 245,2 млрд руб. по итогам апреля, минимальный - 101,4 млрд руб. в январе.

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

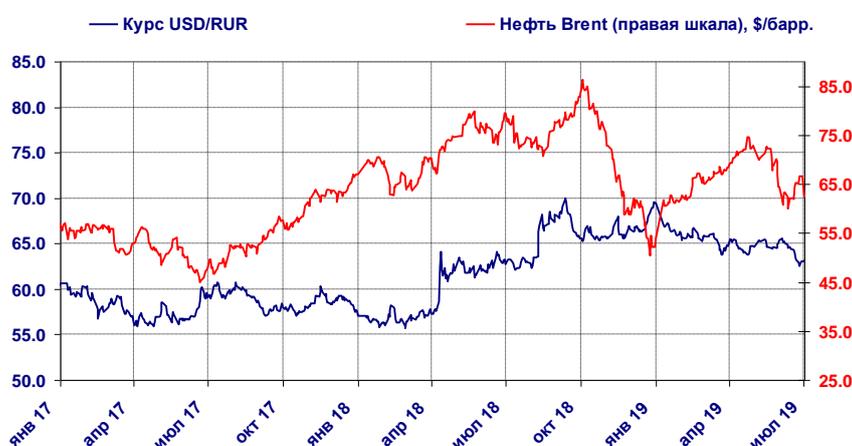


Источники: МБ, расчеты БК «РЕГИОН»

### Конъюнктура рынка рублевых облигаций

После того, как в течение всего I и в начале II квартала 2019г. цены на нефть находились в повышательном тренде, в последней декаде апреля, после достижения ими локального максимума на уровне вблизи 75 долларов за баррель, началась коррекция, которая продолжалась до середины июня. При этом цены находились на достаточно высоком уровне и не опускались ниже 60 долларов за баррель, а к началу июня его стоимость вернулась на уровень порядка 65 долларов за баррель. Негативное движение цен на нефть в середине II квартала не оказало негативного влияния на курс рубля, который находился в достаточно узком диапазоне 63-65 руб. к доллару США, вернувшись на уровень середины 2018г., после которой началось его стремительное ослабление. По итогам первой половины 2019г. рубль стал наиболее сильной валютой по отношению к доллару США среди валют крупнейших стран мира.

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



Источники: Банк России, REUTERS, БК «РЕГИОН»

С начала II квартала 2019 года на российском долговом рынке наблюдается устойчивая позитивная динамика цен. Рост цен ускорился от месяца к месяцу, и в результате по итогам II квартала он в среднем по рынку составил 3,48 п.п., более чем в 2,6 раза превысив средний показатель I квартала т.г. (см. рисунок и таблицу ниже).

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



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



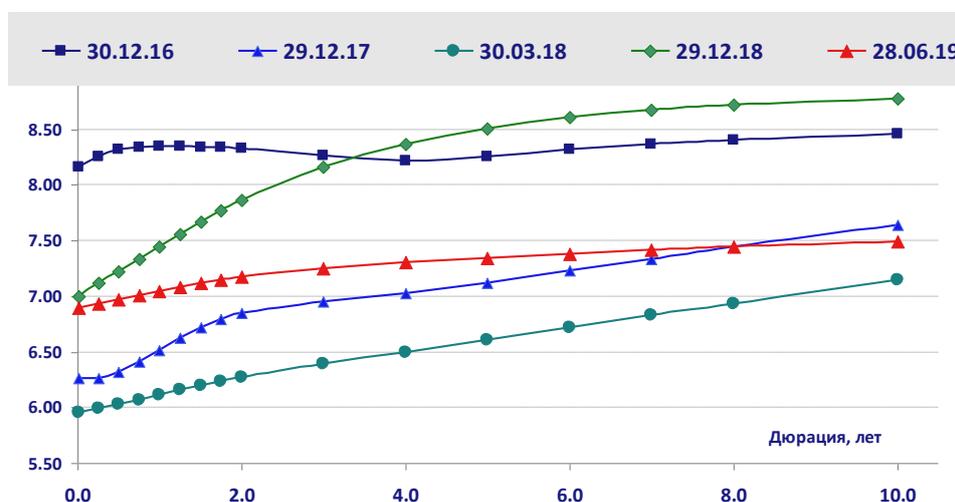
Таблица. Изменение цен ОФЗ в 2019г.

Выпуск	Погашение	Текущая дюрация, лет	Изменение чистой цены, п.п.					
			апр	май	июн	1Q	2Q	YTD
26216	15.05.2019	-	0.09	0.01	0.00	0.03	0.10	0.14
26210	11.12.2019	0.45	0.09	0.03	0.16	0.04	0.28	0.32
26214	27.05.2020	0.90	0.17	0.14	0.39	0.31	0.70	1.01
26205	14.04.2021	1.69	0.16	0.59	0.06	0.33	0.80	1.13
26217	18.08.2021	1.97	0.16	0.58	0.47	0.65	1.21	1.86
25083	15.12.2021	2.31	0.37	0.38	0.65	0.91	1.40	2.31
26209	20.07.2022	2.71	0.31	0.74	0.91	0.53	1.96	2.49
26220	07.12.2022	3.10	0.51	0.65	1.07	0.91	2.23	3.14
26211	25.01.2023	3.14	0.49	0.58	1.07	1.28	2.14	3.42
26215	16.08.2023	3.58	0.54	0.66	0.97	1.78	2.16	3.94
26223	28.02.2024	4.01	0.73	1.09	1.12	1.90	2.94	4.84
26227	17.07.2024	4.23	0.48	1.33	1.29	-0.17	3.10	2.92
26222	16.10.2024	4.46	0.64	1.17	1.32	1.93	3.14	5.06
26229	12.11.2025	5.20	-	-	1.29	-	1.29	1.29
26219	16.09.2026	5.58	0.53	1.12	2.24	-0.23	3.89	3.67
26226	07.10.2026	5.62	0.66	1.13	2.49	-0.80	4.29	3.49
26207	03.02.2027	5.71	0.84	0.79	2.81	2.91	4.44	7.35
26212	19.01.2028	6.38	0.66	1.19	2.92	3.09	4.77	7.86
26224	23.05.2029	7.27	1.19	1.52	3.25	2.46	5.97	8.43
26228	10.04.2030	7.48	1.02	1.65	3.84	-	6.50	6.50
26218	17.09.2031	7.90	0.92	2.51	3.63	2.43	7.07	9.50
26221	23.03.2033	8.64	0.66	2.42	4.04	2.29	7.12	9.41
26225	10.05.2034	9.24	0.64	1.99	4.86	1.88	7.50	9.38
26230	16.03.2039	10.52	-	-	1.13	-	1.13	
<b>В среднем по рынку</b>		<b>4.40</b>	<b>0.54</b>	<b>1.06</b>	<b>1.83</b>	<b>1.33</b>	<b>3.48</b>	<b>4.81</b>

Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

Снижение доходности ОФЗ в II квартала также было устойчивым и нарастающим: в июне было зафиксировано максимальное снижение, которое в среднем составило -37 б.п., а по отдельным долгосрочным выпускам достигало 50 б.п. и больше. В целом по итогам II квартала доходность снизилась в среднем на 51 б.п., при этом в среднесрочном сегменте (3-5 лет) снижение составило в пределах 61-74 б.п., в долгосрочном сегменте – 30-40 б.п. На конец рассматриваемого периода доходность коротких (до 3 лет) опустилась ниже 7,25%, доходность среднесрочных (3-8 лет) госбумаг находится в пределах 7,25-7,50% годовых, а доходность трех самых долгосрочных выпусков на 3-7 б.п. превышала ключевую ставку Банка России.

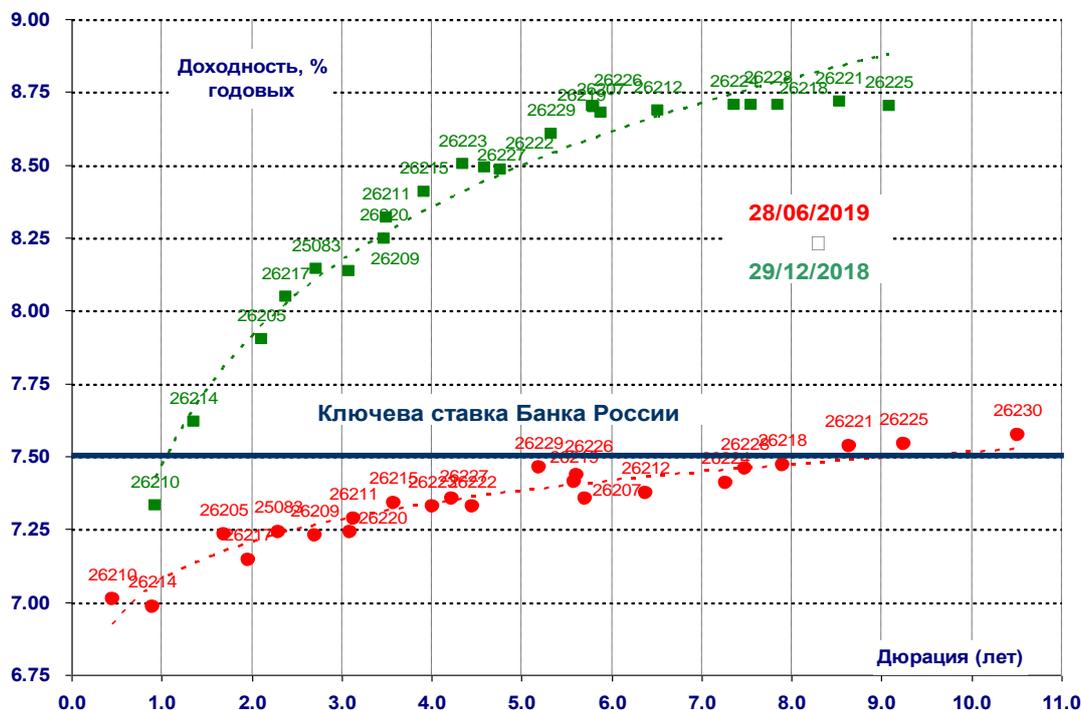
Рисунок 17.1 G-кривая бескупонной доходности ОФЗ в 2016 – 2019гг.



\* - 30 марта 2018г. – локальные минимальные значения



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.					
			апр	май	июн	1Q	2Q	YTD
26216	15.05.2019	-	-0.55	-	-	0.40	-0.55	-0.15
26210	11.12.19	0.45	-0.09	0.02	-0.31	0.06	-0.38	-0.32
26214	27.05.20	0.90	-0.07	-0.08	-0.40	-0.08	-0.56	-0.64
26205	14.04.21	1.69	-0.09	-0.36	-0.06	-0.16	-0.51	-0.67
26217	18.08.21	1.97	-0.08	-0.29	-0.27	-0.28	-0.63	-0.90
25083	15.12.21	2.31	-0.14	-0.15	-0.29	-0.32	-0.59	-0.91
26209	20.07.22	2.71	-0.11	-0.28	-0.35	-0.17	-0.73	-0.91
26220	07.12.22	3.10	-0.16	-0.21	-0.37	-0.27	-0.74	-1.01
26211	25.01.23	3.14	-0.15	-0.18	-0.35	-0.36	-0.67	-1.03
26215	16.08.23	3.58	-0.15	-0.18	-0.28	-0.46	-0.61	-1.07
26223	28.02.24	4.01	-0.18	-0.28	-0.29	-0.43	-0.74	-1.18
26227	17.07.24	4.23	-0.11	-0.33	-0.32	0.04	-0.76	-0.72
26222	16.10.24	4.46	-0.14	-0.28	-0.31	-0.42	-0.74	-1.16
26229	12.11.25	5.20	0.00	0.00	-0.33	0.00	-0.33	-0.33
26219	16.09.26	5.58	-0.10	-0.21	-0.42	-0.56	-0.31	-0.87
26226	07.10.26	5.62	-0.12	-0.21	-0.46	0.13	-0.34	-0.21
26207	03.02.27	5.71	-0.15	-0.14	-0.50	-0.52	-0.30	-0.82
26212	19.01.28	6.38	-0.11	-0.20	-0.49	-0.52	-0.31	-0.83
26224	23.05.29	7.27	-0.18	-0.23	-0.50	-0.38	-0.42	-0.80
26228	10.04.30	7.48	-0.03	-0.24	-0.55	0.00	-0.27	-0.27
26218	17.09.31	7.90	-0.12	-0.33	-0.46	-0.33	-0.45	-0.78
26221	23.03.33	8.64	-0.09	-0.31	-0.50	-0.29	-0.40	-0.69
26225	10.05.34	9.24	-0.08	-0.25	-0.59	-0.24	-0.33	-0.57
26230	16.03.39	10.52	0.00	0.00	-0.13	0.00	-0.13	-0.13
<b>В среднем по рынку</b>		<b>4.40</b>	<b>-0.14</b>	<b>-0.23</b>	<b>-0.37</b>	<b>-0.22</b>	<b>-0.51</b>	<b>-0.74</b>

Источники: расчеты БК «РЕГИОН»



Говоря о конъюнктуре рынка ОФЗ в II квартала 2019г., можно отметить, что в июне, на фоне сокращения первичного предложения ОФЗ, неудовлетворенный спрос вернулся на вторичные торги, что обусловило как рост объемов сделок, так и ускорение в снижении процентных ставок.

По официальным данным Банка России доля нерезидентов на рынке ОФЗ по состоянию на 1 июня 2019 года составляла 30,0%. Номинальный объем гособлигаций, принадлежащих нерезидентам, на 1 июня составлял **2,462 трлн рублей** при общем объеме рынка ОФЗ в 8,200 трлн рублей. **Это максимальное значение вложений нерезидентов в абсолютном выражении за всю историю рынка гособлигаций.** В относительном выражении максимальное значение составляло 34,5% на 1 апреля 2018г. (при номинальном вложении 2 351 млрд руб.).

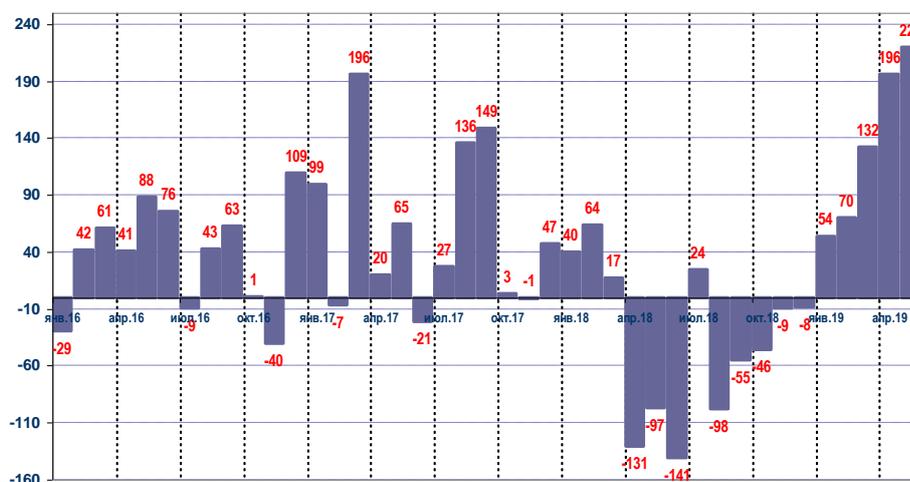
**Рис. 18 Объем и структура вложений нерезидентов в ОФЗ**



Источник: Банк России, расчеты «БК РЕГИОН»

По состоянию на 1 мая 2019 года при общем объеме рынка в 8,073 трлн рублей номинальный объем ОФЗ, принадлежащих нерезидентам, составлял 2,242 трлн рублей или 27,8%. Таким образом, **прирост вложений за май составил 220 млрд руб. (исторический максимум), а с начала года – 672 млрд руб.** При этом доля нерезидентов выросла за май на 2,2 п.п., а с начала текущего года – на 5,6 п.п.

**Рис. 19 Изменение вложений нерезидентов в ОФЗ, млрд руб.**



Источник: Банк России, расчеты «БК РЕГИОН»

После резкого роста в конце 2018г. и в I квартале 2019г., в результате которого по итогам марта был достигнут локальный максимум на уровне 5,3% год к году, в II квартале ситуация изменилась кардинально. По итогам апреля и мая месячный показатель инфляции снизился до 0,3 п.п., а в июне инфляция была зафиксирована на нулевом уровне. В результате инфляция снизилась до 4,7% год к году. Таким образом, данные по инфляции вновь стали оказывать наиболее сильное позитивное влияние на рублевый долговой рынок, как это наблюдалось в течение трех лет с середины 2015г. до середины 2018г. Т.к. снижение инфляции и инфляционных ожиданий стало одним из ключевых факторов для смягчения риторики Банком России и снижения на 25 б.п. ключевой ставки в июне, а также для укрепления ожиданий ее дальнейшего снижения (возможно неоднократного) до конца текущего года.

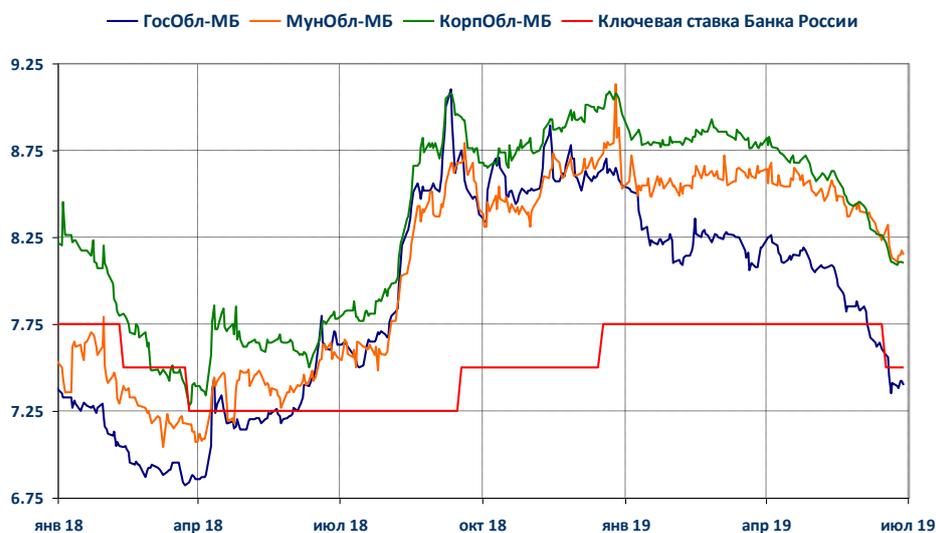
**Рисунок 20. Годовая инфляция и ключевая ставка Банка России, %**



Источники: Банк России, Росстат.

Динамика процентных ставок на рынке субфедеральных и корпоративных облигаций в целом повторяла движение на рынке ОФЗ, но с некоторым отставанием, что обусловило расширение спредов между их доходностью и доходностью ОФЗ. По итогам II квартала 2019г., в соответствии с индексами доходности, рассчитываемыми Московской биржей, средняя доходность субфедеральных и корпоративных облигаций снизилась на 48 и 68 б.п. соответственно, при снижении на 79 б. п. в среднем по рынку ОФЗ.

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



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

### Инвестиционная привлекательность

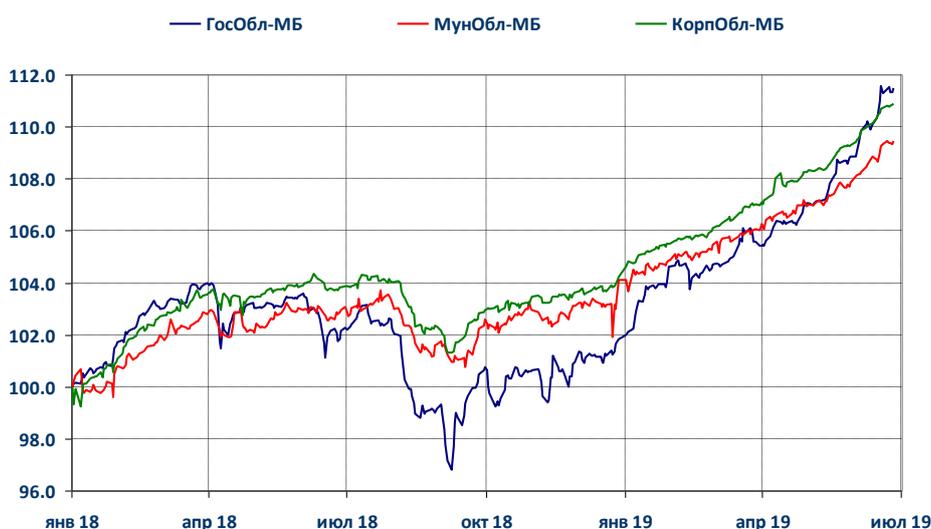
По итогам 1 квартала 2019г. вложения в ОФЗ принесли доход в размере 3,69%, что ниже дохода в 1 квартале 2018г. (4,19%), но выше показателя за весь прошлый год (2,12%). Доход на рынке ОФЗ оказался выше, чем на рынке субфедеральных и корпоративных облигаций, инвестиции в которые принесли доход в размере 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 п/г 19	II кв. 19	I кв. 19	2018	2017	2016	2015	2014
<b>Рынок облигаций</b>								
Все рублевые облигации	8.88%	5.30%	3.40%	1.39%	14.11%	8.65%	23.92%	-
Государственные (ОФЗ)	9.48%	5.59%	3.69%	2.12%	12.79%	14.98%	29.38%	-14.36%
Субфедеральные	5.12%	3.17%	1.89%	4.32%	10.29%	12.03%	16.17%	-4.49%
Корпоративные	6.38%	3.62%	2.67%	4.42%	12.28%	10.97%	18.56%	-1.43%
<b>Рынок акций</b>								
Индекс ММВБ	16.74%	10.76%	5.39%	12.30%	-4.71%	25.69%	26.12%	-9.32%
<b>Валютный рынок</b>								
долл. США	-9.21%	-2.56%	-6.82%	21.78%	-5.95%	-16.77%	22.99%	81.06%
евро	-9.62%	-1.24%	-8.48%	16.49%	6.89%	-19.93%	16.61%	51.97%
бивалютная корзина	-9.40%	-1.93%	-7.62%	19.17%	-0.01%	-18.27%	19.33%	66.45%
<b>Инфляция (справочно)</b>								
ИПЦ	2.50%	0.70%	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%)



## **БК «РЕГИОН»**

Адрес: Москва, Зубовский бульвар, д.11А, БЦ «Парк культуры»  
Многоканальный телефон: +7 (495) 777 29 64  
Факс: +7 (495) 77729 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.