



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

## **Рынок рублевых облигаций: «на поводе» у ключевой ставки**

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

*В третьем квартале 2019г. рынок рублевых облигаций сохранил позитивную динамику в целом, о чем свидетельствует целый ряд факторов. Продолжился рост объемов облигаций в обращении, правда при снижении объема первичных размещений ОФЗ и корпоративных облигаций (-70 и -9% соответственно по сравнению с предыдущим кварталом). Более низкие темпы снижения доходности по ОФЗ, при ускорении темпов снижения в остальных секторах долгового рынка в рамках сужения спредов между ними и ОФЗ. При этом уровень ставок по ОФЗ вернулся к минимальным показателям прошлого года (в конце первого квартал 2018г.). Такой результат обеспечил рост спроса со стороны российских инвесторов в отличие от первой половины года, когда ситуацию на рынке определяло во многом поведение инвесторов-нерезидентов. **Определяющими факторами, формирующими конъюнктуру рублевого долгового рынка в III квартале 2019 года, были: два решения Банка России о снижении ключевой ставки (суммарно на 50 б.п. в третьем квартале, 75 б.п. с начала года) и сохранение регулятором мягкой риторики относительно дальнейшей денежно-кредитной политики.***



### Ключевые события III квартала 2019г.

*В III квартале 2019г. внешние факторы, не имея первостепенного влияния на конъюнктуру российского долгового рынка, тем не менее, определяли общий фон отношения инвесторов. Наш рынок двигали преимущественно внутренние «драйверы».*

#### Основные внешние факторы

- ✓ **Геополитические риски.** По насыщенности геополитическими событиями третий квартал не уступил второму, но при этом реакция российского рынка на внешний негатив стала еще более безразличной. Тема санкций к российскому долгу хотя и всплывала снова (в рамках рассмотрения поправки к проекту Закона США об ассигнованиях на национальную оборону на 2020 финансовый год, а также введения второго пакета санкций против России в связи с «делом Скрипалей»), но уже не имела такого острого значения, как раньше. Тема торговых конфликтов США с Китаем и Евросоюзом выходила периодически на передний план, провоцируя волатильность на финансовых площадках мира, однако не оказывала серьезного длительного влияния на российский долговой рынок;
- ✓ **Рейтинговые действия.** Агентство Fitch 9 августа повысило долгосрочный кредитный рейтинг России с «BBB-» до «BBB» со «стабильным» прогнозом, указав, что «повысившаяся гибкость курса рубля и соблюдение бюджетного правила поддерживают способность российской экономики поглощать финансовые, геополитические и относящиеся к реальной экономике шоки и ограничивать влияние волатильности нефтяных цен»;
- ✓ **Денежно – кредитная политика мировых центральных банков.** Снижение ключевых ставок центральными банками большинства стран – объективная реальность текущего времени. «Инициатором» данного процесса выступили США, когда на заседании ФРС, состоявшемся 19 июня 2019 года, прозвучали очень важные для финансовых рынков заявления регулятора о возможном смягчении денежно-кредитной политики (ДКП) на фоне роста неопределенности достижения основных прогнозируемых результатов. Несмотря на то, что после этих заявлений в июне ставка не изменилась, а снижение ставки ФРС произошло только через полтора месяца - в конце июля 2019 года - на 25 б.п. до 2-2,25%, переломным моментом для изменения ожиданий проведения в дальнейшем денежно-кредитной политики произошло уже в июне. На риторику ФРС США центральные банки развивающихся стран отреагировали практически сразу слаженным снижением своих главных инструментов монетарного регулирования. После сентябрьских снижений ставок ФРС США и ЕЦБ пошла вторая волна пересмотра ставок;
- ✓ **Динамика нефтяных цен.** В III квартале на нефтяном рынке наблюдалась негативная динамика – цена трехмесячного фьючерса на нефть Brent просела на 8,7%. Падение котировок стало следствием роста опасений снижения спроса мировой экономики на нефть вследствие обострения торговой войны между США и Китаем. Хотя в сентябре в результате атаки дронов на объекты компании Saudi Aramco стоимость нефтяных фьючерсов подскочила на 14%, на конец 3 квартала 2019 года нефть стоила 60,78 долларов за баррель против 66,55 долларов за баррель на начало;

#### Основные внутренние факторы

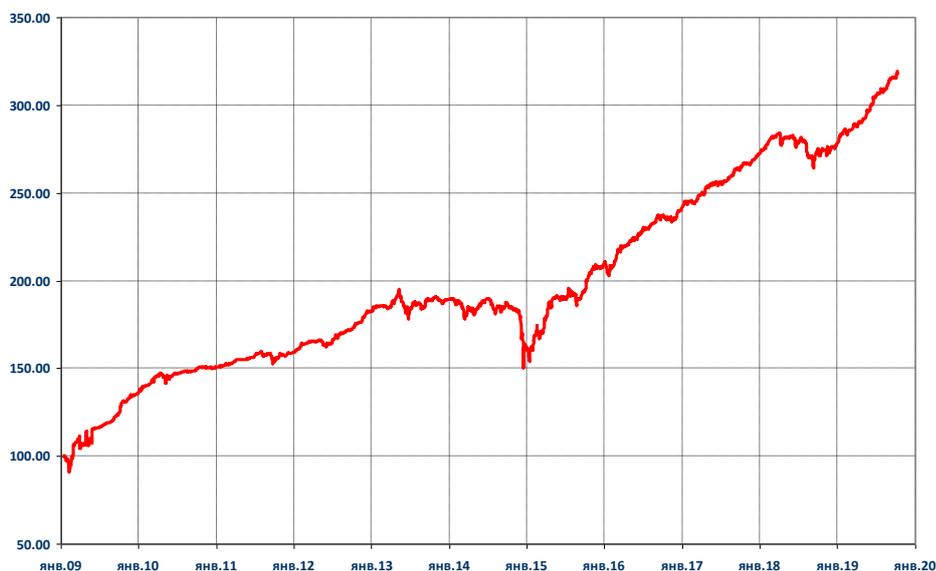
- ✓ **Снижение инфляции - главный повод снижения ключевой ставки.** После июньской нулевой инфляции (и 4,7% годовых) в июле месячная инфляция составила 0,2% (годовой уровень - 4,6%), в августе - сентябре была зафиксирована дефляция по 0,2% при снижении годовой на уровень 4,2% и 4,0% соответственно. При этом текущий прогноз инфляции на конец года Банка России находится в интервале 4,0 -4,5%. Банк России планирует опубликовать новый прогноз по инфляции на 2019 год в день заседания совета директоров ЦБ по ДКП 25 октября;
- ✓ **Денежно-кредитная политики Банка России.** Снижение ключевой ставки дважды за квартал до 7% на фоне замедления инфляции и позитивной динамики макроэкономики, а также словесные



интервенции регулятора, позволяющие рынкам рассчитывать на более активное смягчение ДКП Банком России стали основными драйверами роста долговых рынков. До конца текущего года мы ожидаем двукратное снижение ключевой ставки по 25 б.п. на заседаниях 25 октября и 13 декабря;

- ✓ **Укрепление рубля.** По итогам 9 месяцев 2019г. российский рубль показал лучшую динамику после египетского фунта и украинской гривны, укрепившись на 8,2% (по расчетам Reuters). В августе - сентябре российская валюта оказалась под определенным давлением новых санкционных рисков и дешевающей нефти, тем не менее не понесла существенных потерь. Курс рубля к доллару на конец III квартала составил 64,4156 руб. против 63,0756 руб. за доллар на начало;
- ✓ **Политика Минфина РФ на первичном рынке ОФЗ.** В III квартале Минфин продолжил практику ограничения предложения гособлигаций на аукционах, что способствует перетоку инвестиционного спроса на вторичный рынок ОФЗ, а также активизации новых размещений среди эмитентов корпоративного сектора.

#### Инвестиционные возможности на рынке ОФЗ в 2009-2019гг., %



Источник: приведенный индекс валового дохода МБ (на 1 января 2009г. значение индекса=100), расчеты БК «РЕГИОН»



### Объем и структура рынка рублевых облигаций

По итогам 9 месяцев 2019г. общий объем рынка рублевых облигаций увеличился на 11,8% по сравнению с началом года и составил около 21,811 трлн руб. При этом объем рынка ОФЗ вырос на 19,83% и составил около 8,785 трлн руб. Объем в обращении корпоративных облигаций составил на конец рассматриваемого периода около 12,479 трлн руб., что на 7,45% выше уровня начала года. Объем рынка региональных облигаций составил на конец III квартала 2019г. 546,3 млрд руб., что на 3,0% ниже уровня начала года.

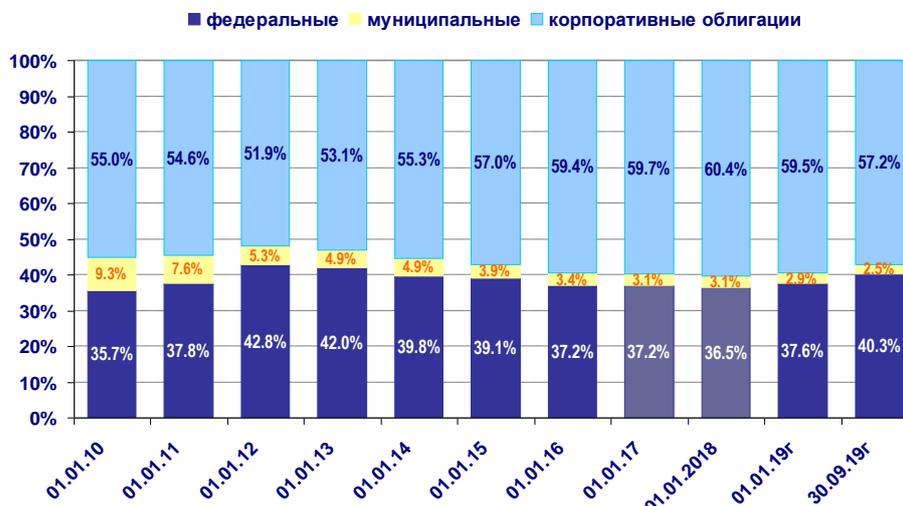
Рисунок 1.1. Объем рублевого облигационного рынка в обращении, млрд руб.



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

В результате наметившиеся в прошлом году изменения структуры рынка рублевых облигаций продолжились и в течение 9 месяцев 2019г., но сама **структура рынка изменилась незначительно**: доля ОФЗ выросла до 40,3% против 37,6% в начале года, доля корпоративных облигаций снизилась до 57,2% против 59,5% в начале года. Доля субфедеральных облигаций снизилась до 2,5% против 2,9% на начало года.

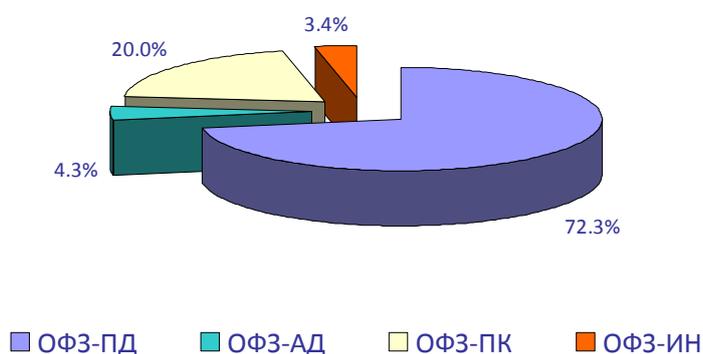
Рисунок 1.2. Структура рублевого облигационного рынка в обращении, %



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

На рынке государственных облигаций основную долю около 72,3% (+3,4 п.п. с начала года) занимают облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД). С 5,7% в начале года до 4,3% продолжает снижаться доля облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД). Доля ОФЗ-ПК снизилась с начала года на 2,6 п.п. до 20,0%. Около 3,37% (-0,14% 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 на конец III квартала т.г. составил 114,94 млрд руб. номинальной стоимости.

**Рисунок 2.1. Структура рынка федеральных облигаций**



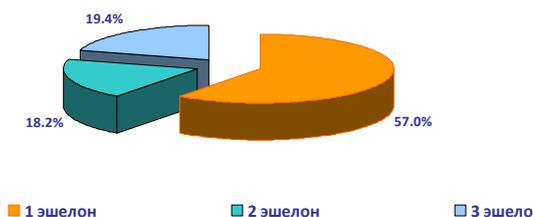
Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

На рынке субфедеральных и муниципальных облигаций на конец III квартала 2019г. было представлено 103 выпуска долговых ценных бумаг 42 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 56,95% с 56,5% в начале года. Доля облигаций второго и третьего эшелонов составила 18,2% и 19,4% против 19,7% и 20,7% в начале года соответственно.

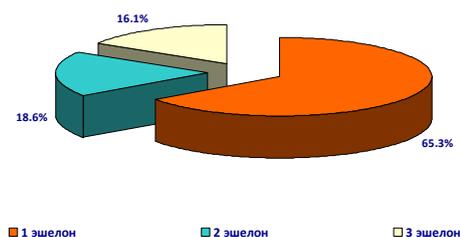
На рынке корпоративных облигаций на конец III квартала 2019г. в обращении находилось 1613 выпуска 425 эмитентов, что на 186 выпусков и 20 эмитентов больше, чем в начале года. Доля облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) оценивается нами на конец III квартала 2019г. на уровне 65,3% против 64,0% на начало года от суммарного объема рынка. Доля облигаций второго эшелона составляет, по нашим оценкам, 18,6% (19,1% на начало года и 20,3% на начало прошлого года), третьего эшелона – 16,1% (16,9% на начало года).

**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 9 месяцев 2019г. составил, по нашим оценкам, около 3 168,1 млрд руб., что на 64,3% выше показателя за аналогичный период предыдущего года. При этом рынок ОФЗ показал рост на 87,7%, рынок корпоративных облигаций вырос на 49,5%, а рынок субфедеральных облигаций снизился на 52,8%.

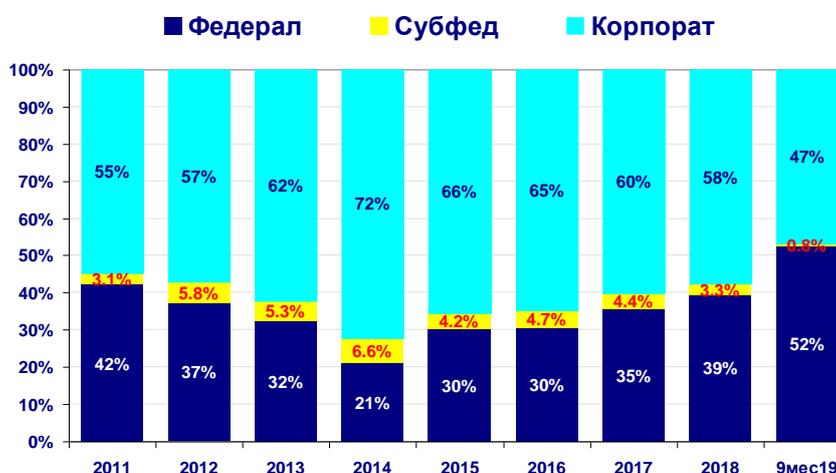
**Рисунок 5.1. Объем первичного размещения облигаций в 2011–2019гг., млрд руб.**



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

На долю ОФЗ пришлось 52,5% от общего объема размещений, на корпоративные облигации – 46,7%. Таким образом, по итогам девяти месяцев, также как и по итогам первого квартала и первого полугодия 2019г., размещение государственных облигаций превышает объем реализации в корпоративном секторе, что происходит впервые в современной истории рынка рублевых облигаций. На долю субфедеральных облигаций пришлось всего 0,8% от общего объема, что является крайне низким показателем.

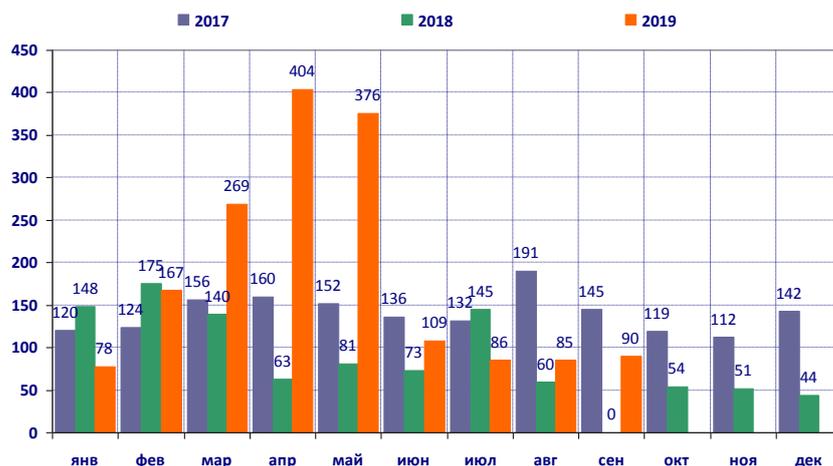
**Рисунок 5.2. Структура первичного размещения облигаций в 2013–2019гг.**



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

На рынке ОФЗ объем размещений достиг в III квартале 2019г. около 261,342 млрд руб., что составило около 29,4% от рекордного показателя предыдущего квартала, составившего около 888,2 млрд руб. В общем объеме размещений наибольшую долю (около 52%) заняли среднесрочные облигации (со сроком обращения от 5 до 10 лет). На долю долгосрочных выпусков (более 10 лет) пришлось около 32%, а на краткосрочный сегмент (до 5 лет) – около 15%.

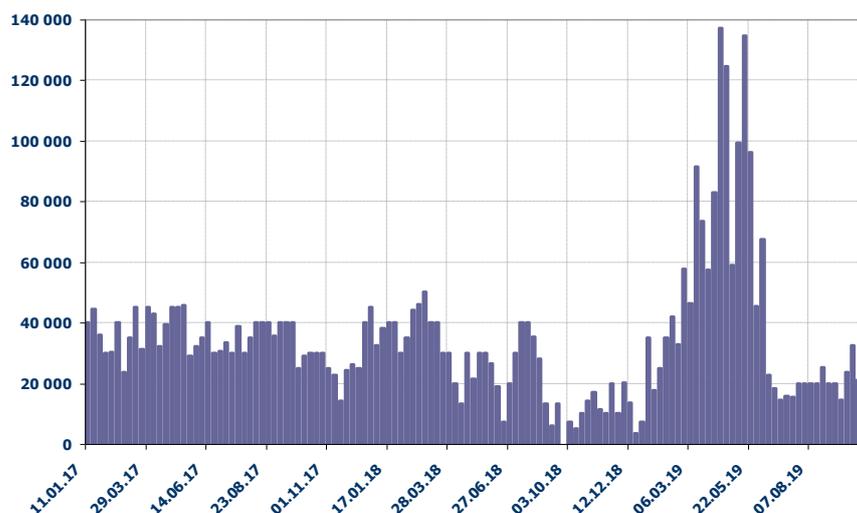
**Рисунок 6.1 Объем размещения ОФЗ в 2017-2019гг., млрд руб.**



Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

При этом эмитент выполнил квартальный план размещения ОФЗ, который был установлен на уровне 300 млрд руб., на 87,1%. Существенное сокращения предложения государственных облигаций на первичном рынке в третьем квартале было обусловлено существенным перевыполнением плана первых двух кварталов: общий объем размещения составил более 1,4 трлн руб. при плане 1,05 трлн руб. Кроме того, в третьем квартале эмитент продолжил практику ограничения предложения, как по объему на каждом аукционе, к которой он вернулся в июне т.г., так и по количеству выпусков (чаще всего по одному выпуску объемом 20 млрд руб. в неделю). Исключением были аукционные дни, когда вместе с ОФЗ-ПД предлагались к размещению ОФЗ-ИН или ОФЗ-ПК.

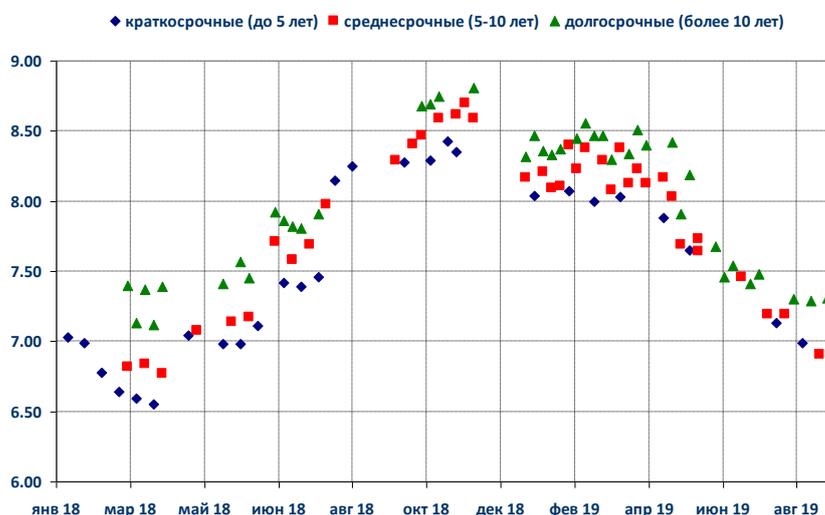
**Рисунок 6.2 Ежедневные объемы размещения ОФЗ**



Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

После устойчивого роста аукционной доходности в течение всего прошлого года, в I - III 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 105 б.п. по коротким, 130 б.п. – по среднесрочным и 150 б.п. по долгосрочным выпускам (см. рисунок).

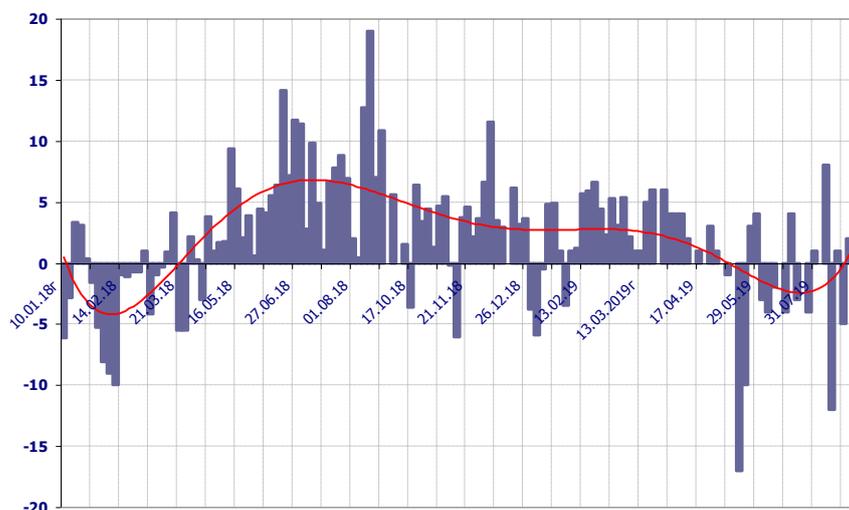
**Рисунок 7.1 Средневзвешенная аукционная доходность ОФЗ в 2018-2019гг., % годовых**



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). В III квартале максимальный дисконт составил около 12 б.п., а в среднем ОФЗ размещались с нулевой или минимальной премией в размере 1-2 б.п.

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

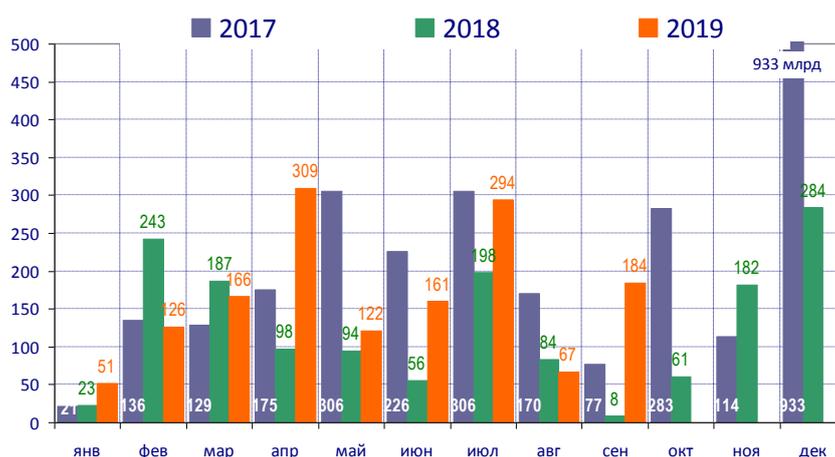


Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

По итогам III квартала 2019г. объем **первичных размещений корпоративных облигаций** составил 545,4 млрд руб. (без учета краткосрочных биржевых облигаций ВТБ и ВЭБ), что на 7,8% ниже показателя II квартала т.г., но более чем 58% выше результата за I квартал т.г.. При этом наибольшую активность эмитенты проявили в первом месяце третьего квартала, когда объем первичных размещений составил около 294 млрд руб., минимальную активность в августе – с объемом сделок на уровне немногим более 67 млрд руб. В сентябре первичный рынок продемонстрировал хороший рост относительно августа, однако был существенно ниже уровня июля (порядка 62% от июльского показателя или 184 млрд руб.). Позитивную динамику рынку обеспечил рост активности заемщиков на ожиданиях снижения ставок на рынке ОФЗ на фоне смягчения ДКП и риторики Банка России после существенного снижения темпов инфляции по сравнению с более ранними прогнозами.

По итогам 9 месяцев 2019г. объем размещений корпоративных облигаций (без учета краткосрочных биржевых облигаций ВТБ и ВЭБ) составил 1 480,6 млрд руб., превысив на 49,5% показатель за аналогичный период 2018г.

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



Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

В III квартале высокую активность по привлечению средств с публичного рынка проявили добывающие компании: Русал Братск разместил 2 выпуска облигаций по 15 млрд руб. каждый, ЕвразХолдинг Финанс выпуск на 20 млрд руб., СУЭК-Финанс - на 21 млрд руб., ЕвроХим выходил на рынок трижды с облигациями общим объемом 33 млрд руб., закрыл книгу заявок инвесторов ГК НорНикель на выпуск в размере 25 млрд руб. В новом статусе после санации на рынок заимствований вернулся Банк ФК Открытие с 3-х летним займом на 10 млрд руб., разместив их со спрэдом к «G-кривой» доходности ОФЗ в размере 101 б.п.

Знаковыми событиями в III квартале стали размещения на российском долговом рынке сначала белорусского ритейлера «Евроторг» (эмитентом выступала Ритейл Бел Финанс), а затем и самой Беларуси. Ритейл Бел Финанс разместила дебютный выпуск облигаций на 5 млрд руб. в июле и дополнительный в конце сентября на 5 млрд руб. Беларусь в начале августа вышла на российский рынок с двумя суверенными выпусками общим объемом 10 млрд руб. Спрос на облигации превысил 45 млрд руб., в том числе со стороны физических лиц – более 1,5 млрд руб.

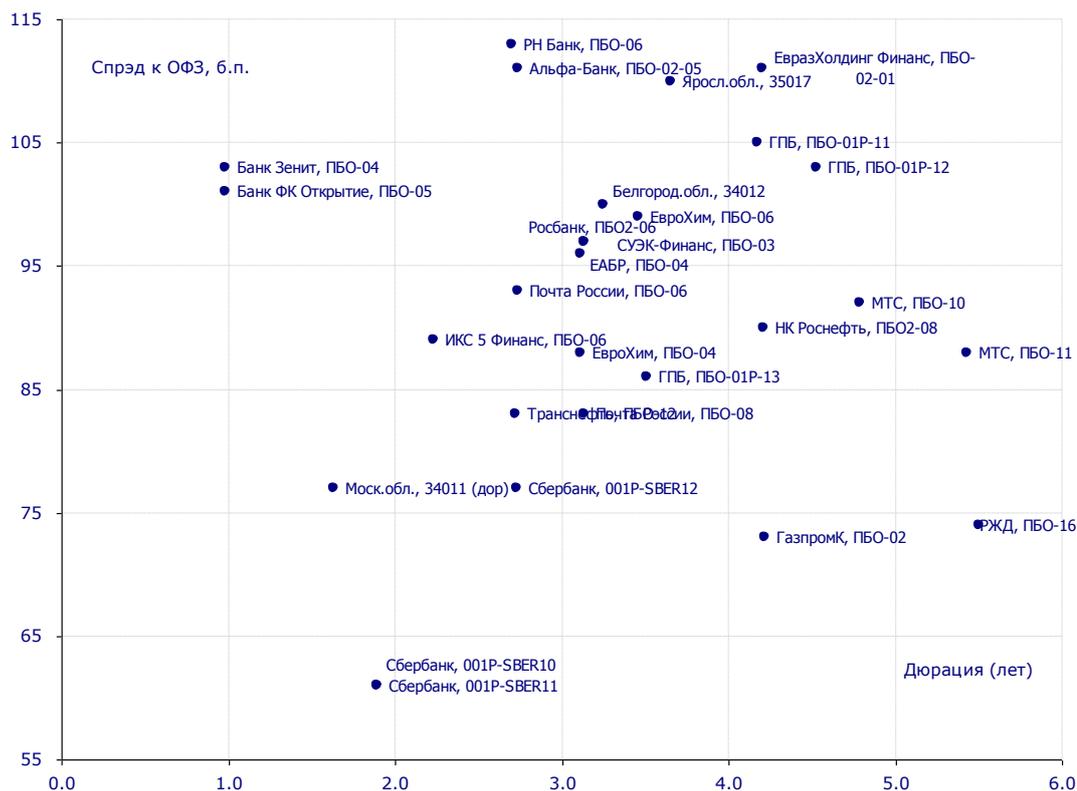
Во III квартале минимальные спрэды к «G-кривой» доходности ОФЗ показали размещения однолетних выпусков ВТБ (30-31 б.п.), двухлетних выпусков Сбербанк (54-61 б.п.). Кроме того, в конце сентября провел сбор заявок на пятилетние облигации ГК НорНикель, спрэд к ОФЗ по доходности которых составил 59 б.п. В долгосрочном сегменте (5-7 лет) можно также отметить размещение выпусков Газпром



Капитала (73 б.п.) и РЖД (74 б.п.). Спрэды большей части размещений первого – второго эшелона прошли в диапазоне 80 – 135 б.п. Третий эшелон размещался со спрэдом в пределах 150 – 450 б.п. Доходность облигаций категории «high yield» при размещении предлагали премию к ОФЗ в широком диапазоне от 450 до 1010 б.п.

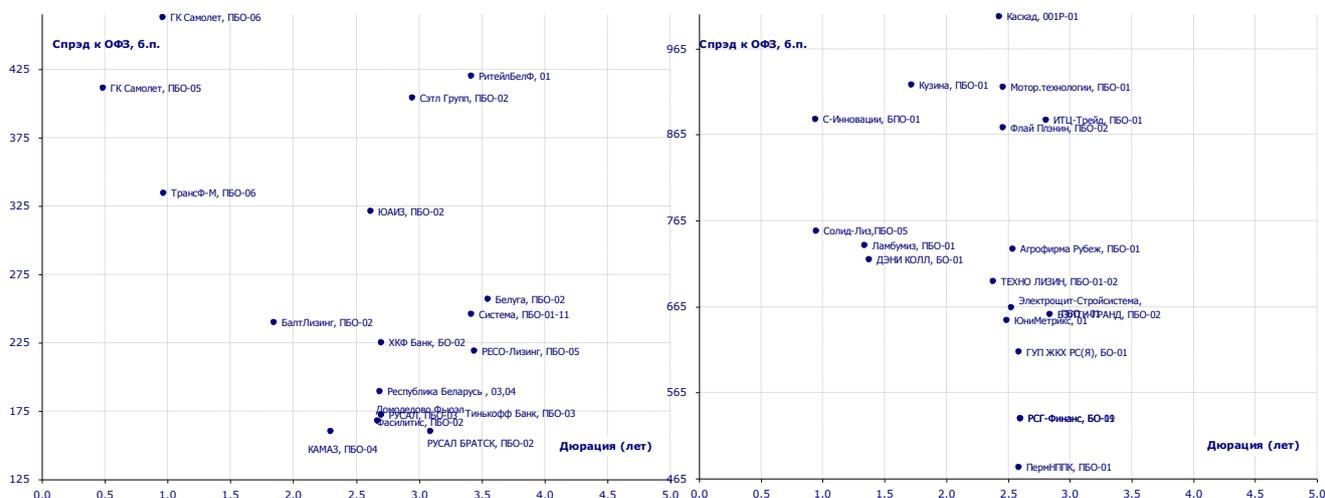
**Рисунок 9. Спрэд к ОФЗ доходности первичных размещений корпоративных облигаций**

**1-2 эшелон**



**2-3 эшелон**

**«High yield» облигации**



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»



В настоящее время зарегистрированы в Минфине РФ в общей сложности условия эмиссии всего 17 выпусков облигаций, в том числе 12 регионов и 2 муниципалитетов. Конкретные сроки их выхода на долговой рынок и сроки обращения облигационных выпусков неизвестны.

#### Займы, зарегистрированные в Минфине РФ на начало IV квартала 2019г.

№ п.п.	Эмитент	Регистрационный номер и дата государственной регистрации Условий эмиссии	Текущее состояние
1	Мэрия г. Новосибирска	NSB-018/00788 от 20.02.2019	Планирует 10/10/2019, 5 млрд руб., 7 лет
2	Министерство финансов Красноярского края	KNA-021/00789 от 25.02.2019	
3	Правительство Белгородской области	BEL-018/00790 от 14.03.2019	Разместили 12/08/2019. 2 млрд руб., 5 лет
	Правительство Белгородской области	BEL-019/00791 от 14.03.2019	Планирует 22/10/2019, 2 млрд руб., 5 лет
4	Министерство финансов и налоговой политики Новосибирской области	ANO-010/00792 от 19.03.2019	
5	Министерство финансов Республики Саха (Якутия)	RSY-020/00793 от 22.03.2019	Разместили 22/05/2019. 7 млрд руб., 7 лет
6	Министерство финансов Свердловской области	SVS-009/00794 от 27.03.2019	
	Министерство финансов Свердловской области	SVS-010/00795 от 27.03.2019	
7	Администрация города Томска	TOM-016/00796 от 27.03.2019	
	Администрация города Томска	TOM-017/00797 от 27.03.2019	
8	Департамент финансов Ярославской области	YRS-018/00798 от 01.04.2019	Разместили 12/08/2019. 3 млрд руб., 6 лет
9	Министерство финансов Нижегородской области	NJG-017/00799 от 03.04.2019	
10	Министерство управления финансами Самарской области	SAM-015/00800 от 26.04.2019	
11	Министерство финансов Рязанской области	RAZ-003/00801 от 25.04.2019	
12	Министерство экономики и финансов Московской области	MOO-011/00802 от 30.04.2019	Планирует 15/10/2019, 25 млрд руб., 5 лет
13	Министерство финансов Краснодарского края	KND-008/00803 от 02.07.2019	
14	Управление финансов Липецкой области	LIP-009/00804 от 20.08.2019	

Из выше перечисленных субфедеральных и муниципальных заемщиков о планах по выходу на рынок облигаций в ближайшее время заявил только город Новосибирск и Московская область. Размещение в виде конкурса по купону город планирует провести 10 октября 2019 года в объеме 5 млрд руб. и сроком обращения 7 лет. Область планирует сбор книги заявок 10 октября на выпуск объемом 25 млрд руб. со сроком обращения 5 лет.

#### Пересмотр суверенных рейтингов

В течение III квартала 2019г. в результате плановых пересмотров суверенных кредитных рейтингов России агентства «большой тройки» предприняли следующие действия:

- 19 июля 2019г. агентство Standard & Poor's подтвердило суверенный рейтинг «BBB-», сохранив «стабильный» прогноз;
- 9 августа 2019г. агентство Fitch повысило суверенный рейтинг с «BBB-» до «BBB», прогноз «стабильный»;

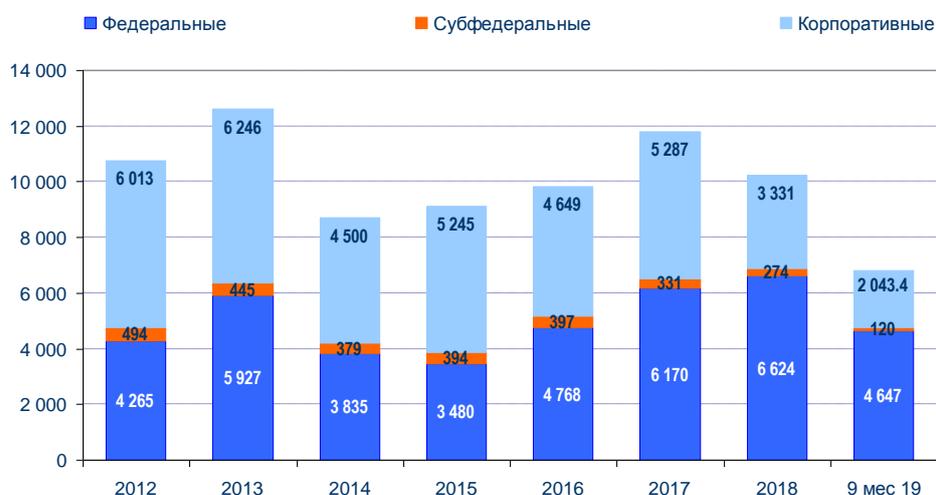
Агентство Fitch традиционно первым из агентств «большой тройки» повышает России рейтинг. С февраля 2019г. у России рейтинги инвестиционной категории от всех данных агентств - (BBB- (S&P); Вaa3 (Moody's); BBB (Fitch)), все прогнозы «стабильные».

Кроме этого 23.09.2019г. российское рейтинговое агентство АКРА присвоило России кредитный рейтинг на уровне «А-», прогноз «стабильный».

### Обороты вторичного рынка

По итогам 9 месяцев 2019г. объем биржевых сделок с рублевыми облигациями составил 6 810,4 млрд руб., что на 15,5% ниже показателя за аналогичный период прошлого года. Максимальное снижение объема сделок (-49,7%) наблюдалось в сегменте субфедеральных облигаций. Правда, объем сделок с ними достаточно мал – около 120,5 млрд руб. или всего 1,8% от общего объема. В пределах 17,8% произошло падение объемов сделок в корпоративном сегменте, составивший 2 043,4 млрд руб. против 2 487 млрд руб. годом ранее. В сегменте государственных облигаций наблюдалось минимальное сокращение оборотов – на 12,9% до 4 646,6 млрд руб. против 5 334 млрд руб. в 1-ой половине 2018г.

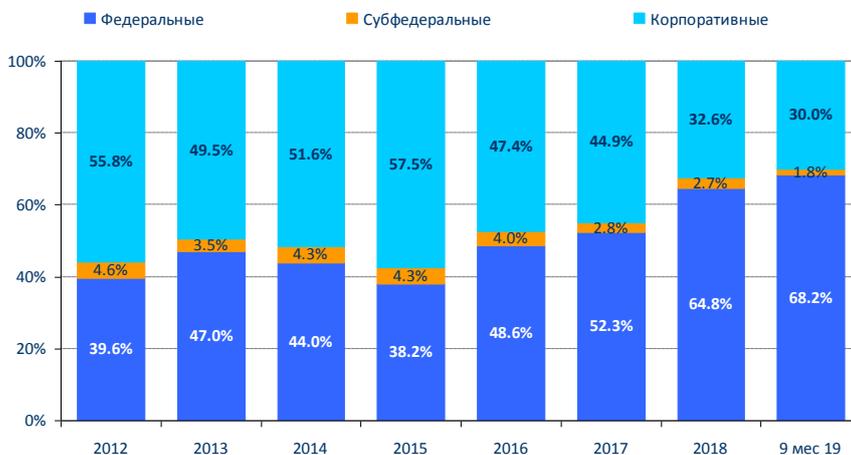
**Рисунок 11.1. Объем биржевых сделок с облигациями, млрд руб.**



Источники: МБ, расчеты БК «РЕГИОН»

**В 2019г. продолжился рост доли ОФЗ в суммарном объеме биржевых торгов, который наблюдается с 2016г.** По итогам 9 месяцев 2019г. она составила 68,2%. Доля корпоративных облигаций в суммарном объеме биржевых сделок составила около 30,0% (против 32,6% по итогам 2018г.). На долю сделок с субфедеральными и муниципальными облигациями пришлось 1,8% от суммарного оборота против 2,7% - 2,8% по итогам торгов за 2017 – 2018гг.

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

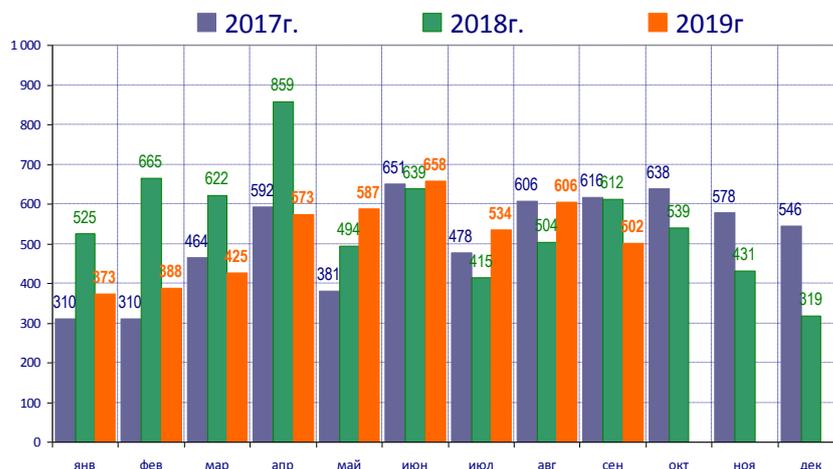


Источники: расчеты БК «РЕГИОН»



В III квартале 2019г. наибольший объем сделок на рынке ОФЗ был зафиксирован по итогам августа в объеме 606 млрд руб., на 13-21% превысив показатели июля и августа. При этом показатель за августа на 8% уступил максимальному объему сделок во втором квартале.

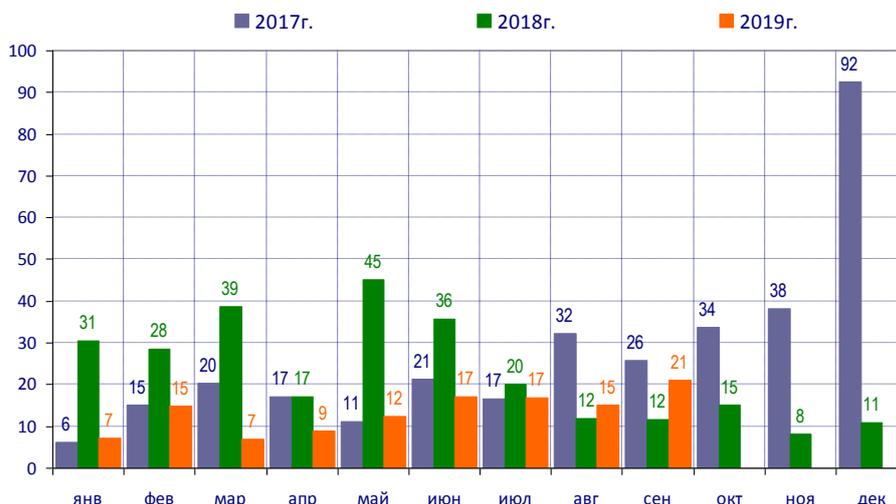
**Рисунок 12. Объем торгов с ОФЗ, млрд руб.**



Источники: МБ, расчеты БК «РЕГИОН»

На **вторичном рынке субфедеральных облигаций** в третьем квартале 2019г. максимальная активность (21 млрд руб.) была отмечена в сентябре, что очевидно, связано с продолжением реформирования отдельных инвестиционных портфелей на фоне существенного снижения доходности на рынке ОФЗ и после ряда первичных размещений на этом рынке, которые состоялись в августе – сентябре т.г.

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

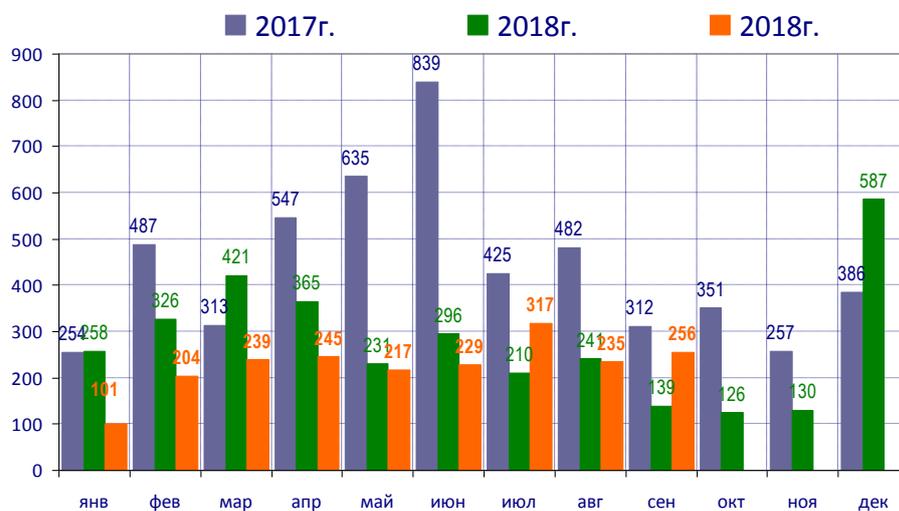


Источники: МБ, расчеты БК «РЕГИОН»

По итогам 9 месяцев 2019г. максимальный объем сделок с **облигациями корпоративных эмитентов** был зафиксирован в июле в объеме 317,3 млрд руб. В дальнейшем объемы сделок снизились до 234-256 млрд руб., но все равно оказались выше среднего показатели по итогам первой половины 2019г.



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

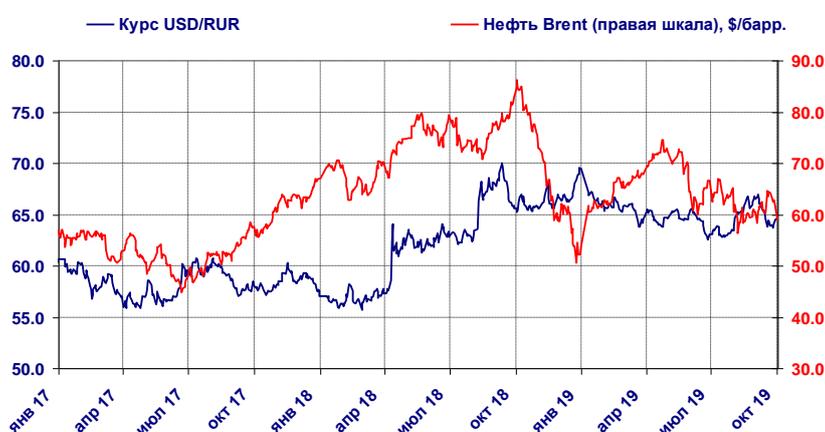


Источники: МБ, расчеты БК «РЕГИОН»

### Конъюнктура рынка рублевых облигаций

Находившиеся долгое время в первой половине 2019г. на относительно высоком уровне цены на нефть начали снижаться, опустившись в середине рассматриваемого периода ниже уровня 60 долларов за баррель. Однако известные события на Ближнем востоке, связанные с обстрелом нефтедобывающих и нефтеперерабатывающих заводов в Саудовской Аравии, быстро восстановили уровень цен на нефть выше 65 долл./барр. Однако их высокий уровень продержался и по мере восстановления нефтяной промышленности в атакованной стране цены на нефть вновь пошли вниз. Не менее волатильно в третьем квартале 2019г. торговался рубль, курс которого в отдельные периоды превышал 66 руб. за доллар, а порой опускался ниже 63 руб. за доллар. Вместе с тем, российский рубль остается в числе наиболее привлекательных валют, входя в тройку наиболее устойчивых в текущем году валют мира.

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



Источники: Банк России, REUTERS, БК «РЕГИОН»

На протяжении последних семи месяцев 2019 года на российском долговом рынке наблюдается устойчивая позитивная динамика цен. При этом, если в предыдущем квартале рост цен ускорялся от месяца к месяцу, достигнув в июне своих максимальных показателей, то в третьем квартале месячные темпы роста существенно замедлились. Периоды активного роста цен, которые традиционно наблюдались перед заседаниями Банка России, на которых рассматривался вопрос ключевой ставки, сменялись коррекцией и боковым движением.

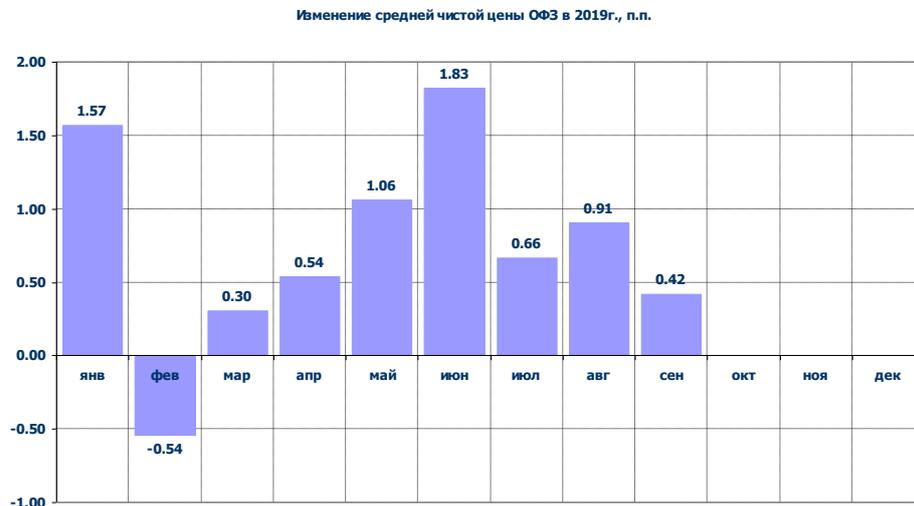
**Рисунок 16.1 Динамика приведенных ценовых индексов МБ в 2018-2019гг.**



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



Рис. 16.2 Изменение средних цен ОФЗ в 2019г.



Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

Снижение доходности ОФЗ в III квартала также существенно замедлилось на фоне приближения ставок к своим локальным минимальным уровням, которые были зафиксированы в конце марта 2018г. По сравнению с июньским максимальным снижением, которое в среднем составило -37 б.п., а по отдельным долгосрочным выпускам достигало 50 б.п. и больше, в июле – сентябре темпы снижения сократились примерно в два – три раза.

В целом по итогам III квартала доходность ОФЗ снизилась в среднем на 49 б.п., а в I и II кварталах снижение составляло -0,22 и 068 п.п. соответственно. При этом в краткосрочном сегменте (2-4 года) снижение составило в пределах 57-69 б.п., в долгосрочном сегменте – 27-34 б.п. Опережающее снижение на «коротком» конце «кривой» обусловлено их большей «чувствительностью» к действиям Банка России, который дважды в прошедшем квартале снижал ключевую ставку в сумме на 50 б.п.

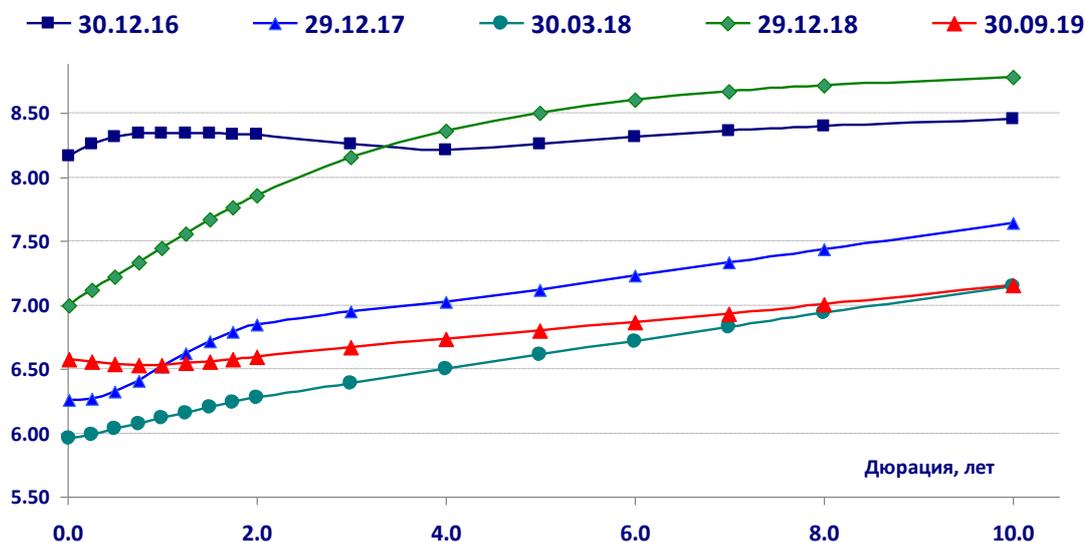
Рис. 17.1 Изменение средней доходности ОФЗ в 2019г.



Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

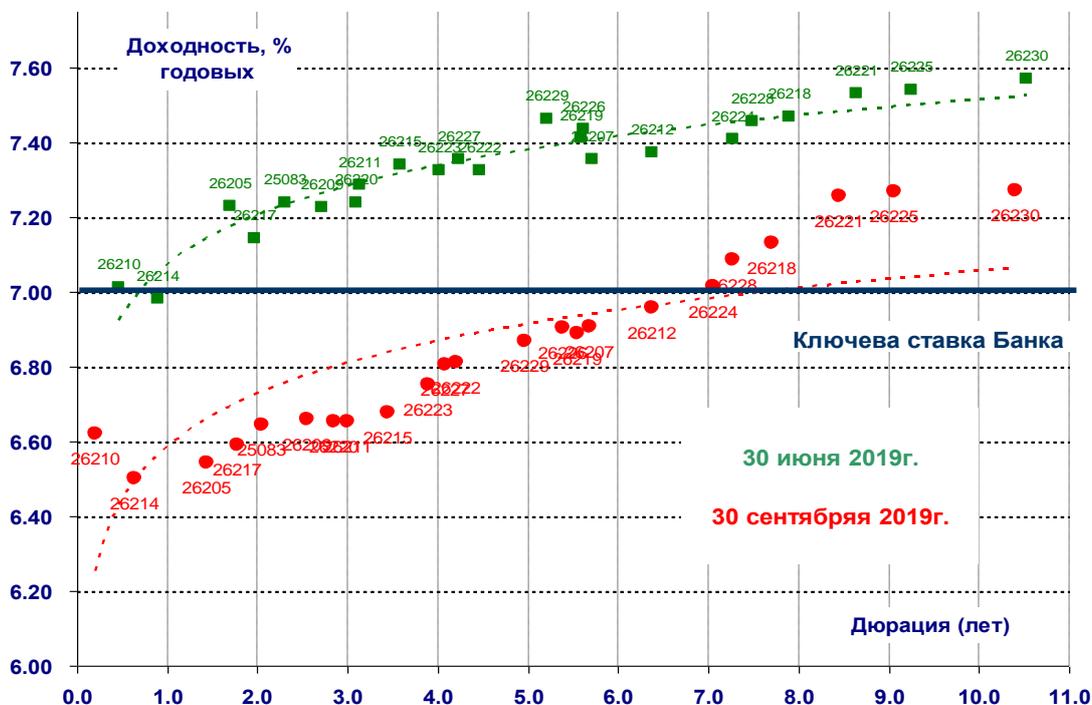


Рисунок 17.2 G-кривая бескупонной доходности ОФЗ в 2016 – 2019гг.



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

Рисунок 17.3 «Кривая» доходности ОФЗ



Источники: МБ, БК «РЕГИОН»

Говоря о конъюнктуре рынка ОФЗ в течение 9 месяцев 2019г., нельзя не отметить существенное влияние, которое оказывает присутствие или отсутствия на рынке инвесторов-нерезидентов.

По официальным данным Банка России доля нерезидентов на рынке ОФЗ по состоянию на 1 июля 2019 года достигла максимума с июня прошлого года и составляла 30,8%. В последующие два месяца их доля снижалась до 30,0% и 29,7% на начало августа и сентября. Однако, если оценивать номинальный объем вложений инвесторов – нерезидентов, то их максимальный уровень наблюдался на начало августа в объеме 2584 млрд руб., а снижение, которое составило всего 4 млрд руб., наблюдалось лишь по итогам августа на 1 сентября.

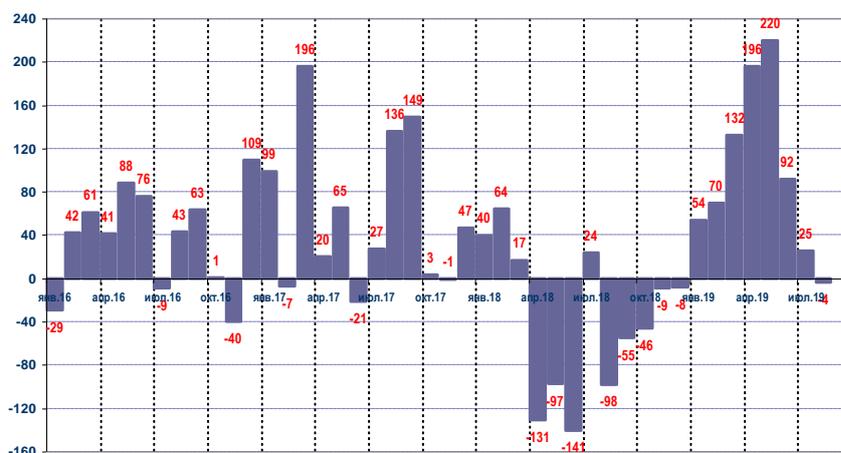
За восемь месяцев с начала 2019 года рост вложений в ОФЗ нерезидентов составил 790 млрд руб. (или 44%), при этом сам рынок ОФЗ вырос на 1 370 млрд. руб. (или 18,7%).

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



Источник: Банк России, расчеты «БК РЕГИОН»

**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 III квартале тенденция к снижению инфляции усилилась. По итогам



июня рост цен снизился до 0,2 п.п., а в августе и сентябре наблюдалась дефляция по 0,2 п.п. ежемесячно. В результате по итогам 9 месяцев 2019г. инфляция снизилась до 4,0% год к году, существенно опережая прогнозы Банка России, который на сентябрьском заседании снизил ориентир на конец года до 4,0-4,5%. 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 суммарно на 75 б.п. ключевой ставки в июне, июле и сентябре, а также для укрепления ожиданий ее дальнейшего снижения (возможно один или два раза) до конца текущего года.

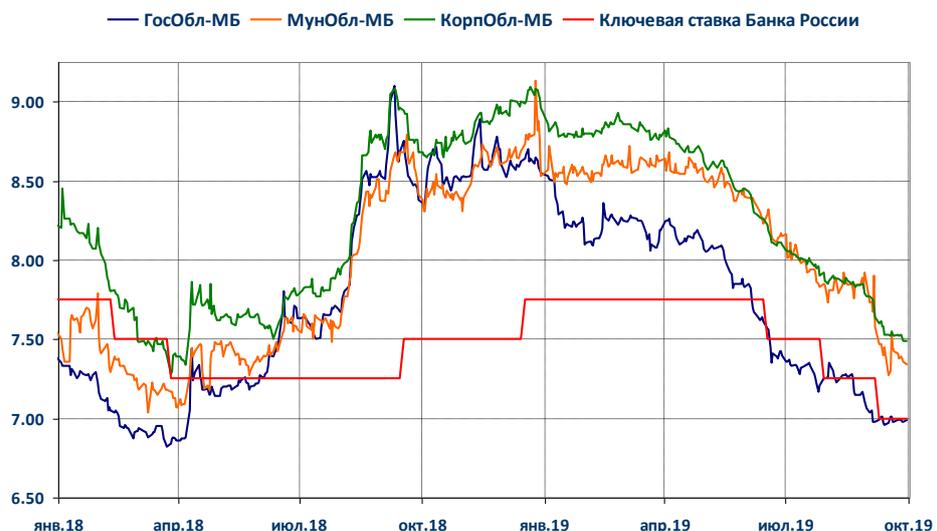
**Рисунок 20. Годовая инфляция и ключевая ставка Банка России, %**



Источники: Банк России, Росстат.

Динамика процентных ставок на рынке субфедеральных и корпоративных облигаций в целом опережала движение на рынке ОФЗ, в результате сокращения спрэдов между их доходностью и доходностью ОФЗ. По итогам III квартала 2019г., в соответствии с индексами доходности, рассчитываемыми Московской биржей, средняя доходность субфедеральных и корпоративных облигаций снизилась на 81 и 61 б.п. соответственно, при снижении на 41 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 III квартала 2019г. вложения в субфедеральные облигации и ОФЗ принесли максимальные доходы в размере 3,76% и 3,73%. При этом доход по субфедеральным облигациям оказался выше, чем в предыдущем квартале 2019г. (3,17%), а по государственным облигациям ниже аналогичного показателя (5,59%). Доход на рынке корпоративных облигаций оказался несколько ниже, чем в госсекторе, составив 3,56% (против 3,62% в предыдущем квартале). Существенно более низкий доход (2,12% и 0,09%) показали вложение в доллар США и бивалютную корзину валют. Убыточными оказались вложения в акции и европейскую валюту.

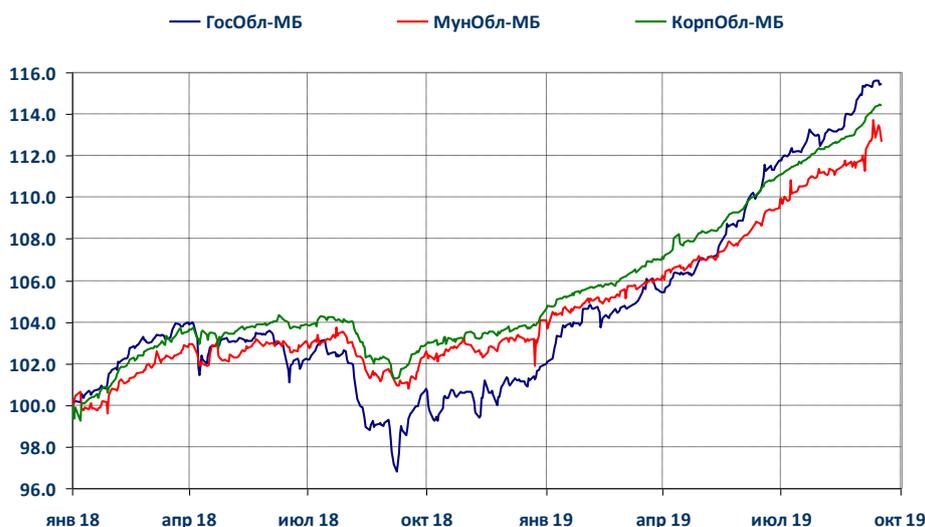
При этом по итогам 9 месяцев 2019г. максимальный доход от вложений показали акции (15,95%), незначительно превысив результат от инвестиций в ОФЗ (13,56%). Вложения в субфедеральные и корпоративные облигации были менее доходными (9,07% и 10,17% соответственно). При этом все операции на фондовом рынке существенно опередили инфляцию, которая с начал года составила 2,3%. В тоже время неудачными оказались все валютные вложения, которые принесли убыток 7,28% и 11,51% в долларах США и евро соответственно.

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

Инструмент	Период						
	9мес 19	III кв. 19	2018	2017	2016	2015	2014
<b>Рынок облигаций</b>							
Государственные (ОФЗ)	13.56%	3.73%	2.12%	12.79%	14.98%	29.38%	-14.36%
Субфедеральные	9.07%	3.76%	4.32%	10.29%	12.03%	16.17%	-4.49%
Корпоративные	10.17%	3.56%	4.42%	12.28%	10.97%	18.56%	-1.43%
<b>Рынок акций</b>							
Индекс МБ	15.95%	-0.68%	12.30%	-4.71%	25.69%	26.12%	-9.32%
<b>Валютный рынок</b>							
доллар США	-7.28%	2.12%	21.78%	-5.95%	-16.77%	22.99%	81.06%
евро	-11.51%	-2.09%	16.49%	6.89%	-19.93%	16.61%	51.97%
бивалютная корзина	-9.32%	0.09%	19.17%	-0.01%	-18.27%	19.33%	66.45%
<b>Инфляция (справочно)</b>							
ИПЦ	2.30%	-0.20%	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 2018-2019гг.**



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](http://www.region.ru)**

**REUTERS: REGION**

**BLOOMBERG: RGNM**

## **ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ**

### **РУБЛЕВЫЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК**

Екатерина Шильева (доб. 253, [shilyaeva@region.ru](mailto:shilyaeva@region.ru))

Татьяна Тетеркина (доб. 112, [Teterkina@region.ru](mailto:Teterkina@region.ru))

Максим Швецов (доб. 694, [SHvetsov@region.ru](mailto:SHvetsov@region.ru))

## **ОТРАСЛЕВАЯ АНАЛИТИКА**

Валерий Вайсберг (доб.192, [vva@region.ru](mailto:vva@region.ru))

## **АНАЛИТИКА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ**

Александр Ермак (доб. 405, [aermak@region.ru](mailto:aermak@region.ru))

Юлия Гапон (доб. 294, [gapon@region.ru](mailto: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.