



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

## **Рынок рублевых облигаций: под давлением «коронавируса» и «ценовой войны»**

*Основные итоги рынка рублевых облигаций за 1 квартал 2020 года*

*По итогам первого квартала 2020г. рынок рублевых облигаций продемонстрировал разнонаправленную динамику. До начала третьей декады февраля конъюнктура рынка определялась внутренними позитивными факторами, связанными с дальнейшим сокращением темпов инфляции и смягчением денежно-кредитной политики Банка России. В дальнейшем ситуацию на долговом рынке определяли внешние негативные новости, связанные с быстрым распространением коронавируса, паническими настроениями на мировых рынках и разрыв сделки ОПЕК+, которая обрушила цены на нефть. В конце марта рынок «отыграл» большую часть падения, но дальнейшая динамика рублевого долга будет зависеть от ситуации на нефтяном и валютном рынках, поведения инвесторов – нерезидентов, а также от действий монетарных властей во всем мире.*

### **Ключевые события 1 кв. 2020г.**

*Геополитические риски в виде санкций и торговых войн, которые на протяжении последних лет оказывали давление на российские облигации, в текущем году не имели такого первостепенного значения. Основной темой, господствующей на мировых финансовых рынках в начале 2020 года, стала пандемия COVID – 19, в последующем в марте добавилось противостояние на нефтяном рынке.*

### **Основные внешние факторы**

- ✓ **COVID – 19.** Быстрое распространение коронавируса в начале 2020 года, которое фактически парализовало отдельные отрасли экономик различных стран, несомненно, можно назвать «черным лебедем» для мировых финансовых, фондовых и сырьевых рынков. Паника, начавшаяся на рынках в конце февраля, отбросила российский долговой рынок на уровни трехмесячной давности: доходность 10-летних ОФЗ выросла до 6,6% годовых против минимумов этого года в 5,9% годовых, а разрыв сделки ОПЕК+ и присвоение эпидемии COVID – 19 статуса «пандемии» вывели доходности на отметки марта 2019 года – 8,5% по десятилетнему выпуску.
- ✓ **Динамика нефтяных цен.** Срыв сделки ОПЕК+ в начале марта т.г. стало неожиданностью для всех участников рынка, что привело ко второму по масштабу за всю историю обвалу нефтяных цен. В марте стоимость фьючерса на нефть Brent опускались ниже 25 долларов за баррель против 66 долларов на начало 2020 года (-66%).
- ✓ **Рейтинговые действия.** Агентство Fitch 8 февраля подтвердило суверенный рейтинг России на уровне «BBB» со «стабильным» прогнозом. Агентство S&P дважды в течение квартала пересматривало суверенный рейтинг – после отставки Правительства 18 января и после обвала на нефтяном рынке - 27 марта (предварительно пересмотрев 9 и 19 марта прогнозы по годовым ценам на нефть), сохранив его на нижней ступени инвестиционного уровня – «BBB-» со «стабильным» прогнозом. В пресс-релизе S&P указывается, что «*российское правительство поддерживает сильную позицию внешнего нетто-кредитора. Совокупный внешний долг РФ (18% ВВП) почти в два раза ниже уровня 2014 года - периода предыдущего падения цен на нефть, совокупные потребности России во внешнем финансировании (платежи нерезидентам) останутся на уровне 60% поступлений по СТО плюс доступные резервы, что*



является умеренным уровнем даже после вычета резервных фондов правительства». Ликвидная часть активов ФНБ, по оценкам S&P, «в настоящее время превышает 9,4% ВВП», и эксперты агентства «не ожидают, что ее объем опустится до уровня менее 8% ВВП, даже если правительство будет использовать эти ресурсы для компенсации выпадающих нефтегазовых доходов в 2020 году».

- ✓ **Денежно – кредитная политика мировых центральных банков.** Экстренное снижение ставки ФРС США 3 марта на 50 б. п. и еще на 100 б.п. 15 марта 2020г. стали сигналом мировой экономике о серьезности последствий эпидемии коронавируса. Большинство последующих за этим заседаний Центробанков завершились также снижением процентных ставок. Кроме этого органы власти в сложившейся кризисной ситуации пошли на серьезные меры в целях поддержки своих экономик: стабилизационный пакет США составляет \$2,3 трлн. (10,5 % ВВП), Германии - 1,1 трлн евро (32,3% ВВП), Великобритании - 330 млрд фунтов стерлингов (15,0%ВВП), Франции - €345 млрд (13,8% ВВП), Сингапура - \$33,2 млрд (11,0% ВВП).

#### Основные внутренние факторы

- ✓ **Денежно-кредитная политики Банка России.** Замедление темпов инфляции в течение первых полутора месяцев позволило Банку России придерживаться мягкой денежно-кредитной политики и в феврале снизить ключевую ставку в шестой раз подряд, а на заседании в марте сохранить ее на уровне 6,0% годовых. По итогам января и февраля инфляция снизилась до 2,4% и 2,3% соответственно, в марте ускорилась до 2,5% год к году.
- ✓ **Слабый рубль.** Падение цен на нефть и общая «рискофобия» на рынках привели к снижению интереса к рисковому активам, в том числе к российским госбумагам и рублю. Российская валюта подешевела к доллару в марте до 80 руб. за доллар. С 10 марта для стабилизации ситуации Банк России в рамках реализации бюджетного правила начал продажу валюты.
- ✓ **Операции нерезидентов в российском рублевом долге.** По состоянию на 1 марта 2020г. объем вложений нерезидентов достиг исторического максимума: их доля на рынке ОФЗ составила 34,9%, а номинальный объем - 3,185 трлн. руб. По данным НРД, на конец 2019 года доля ОФЗ на счетах иностранных кастомианов и нерезидентов достигла 31,2% (по данным ЦБ РФ – 32,2%), к 17 марта 2020 года она увеличилась до 32,3%. По состоянию на 1 апреля 2020г. по данным НРД (и расчетам БК «РЕГИОН») доля нерезидентов снизилась до 31,7% и в номинальном выражении до 2 825,7 млрд руб.
- ✓ **Политика Банка России в части банковского регулирования.** Банк России в марте т.г. уже принял целый ряд мер, направленных на поддержание устойчивости банковской системы и которые будут расширяться.

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



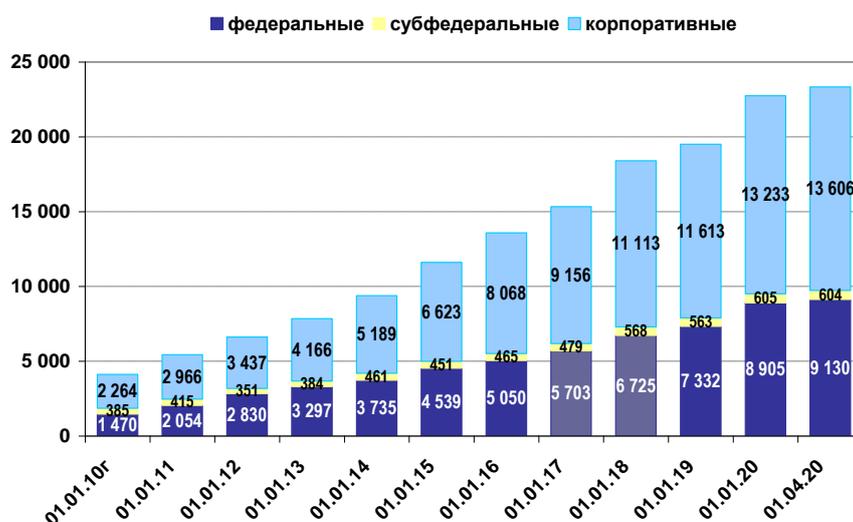
Источник: приведенный индекс валового дохода МБ (на 1 января 2009г. значение индекса=100), расчеты БК «РЕГИОН»



### Объем и структура рынка рублевых облигаций

По итогам первого квартала 2020г. общий объем рынка рублевых облигаций увеличился на 2,62% по сравнению с началом года и составил около 23 399,9 млрд руб. При этом объем рынка ОФЗ вырос на 2,53% и составил около 9 129,8 млрд руб. Объем в обращении корпоративных облигаций составил на 1 апреля 2020 года около 13 606,1 млрд руб., что на 2,52% выше уровня начала года. Объем рынка региональных облигаций снизился на 0,25% и составил. 603,9 млрд руб.

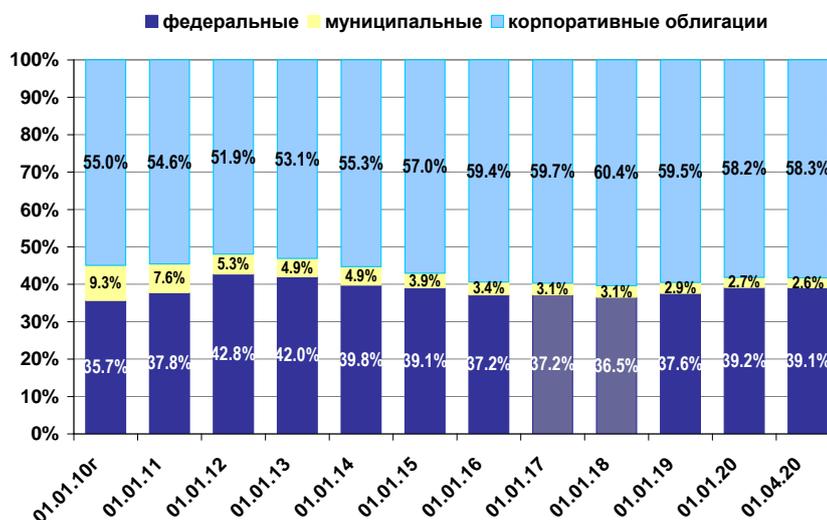
### Объем рублевого облигационного рынка в обращении, млрд руб.



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

В результате сама структура рынка изменилась незначительно: доля ОФЗ снизилась до 39,12% против 39,15% в начале года, доля корпоративных облигаций выросла до 58,30% против 58,18% в начале года. Доля субфедеральных облигаций снизилась до 2,59% против 2,66% на начало года, показав минимальный уровень за последние 10 лет, в течение которых сохранялась устойчивая тенденция снижения доли после того, как на начало 2010г. был зафиксирован рост до 9,35%.

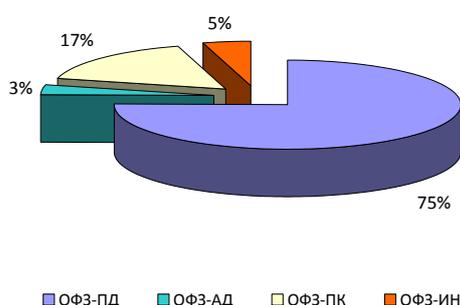
### Структура рублевого облигационного рынка в обращении, %



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

На рынке государственных облигаций основную долю около 75,3% (+3,4 п.п. с начала года) занимают облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД), даже несмотря на погашение одного выпуска в объеме 250 млрд руб. С 3,8% в начале года до 3,5% продолжает снижаться доля облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД). Доля ОФЗ-ПК снизилась с начала года на 2,2 п.п. до 16,7%. Около 4,5% (+0,4% с начала года) рынка занимают облигации федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН). Незначительное (на фоне снижения предыдущих двух видов облигаций) повышение доли ОФЗ-ИН стало результатом проведения ежемесячных аукционов по дополнительному траншу второго выпуска ОФЗ-ИН, размещение в полном объеме первого транша которого было завершено в начале декабря 2019г.

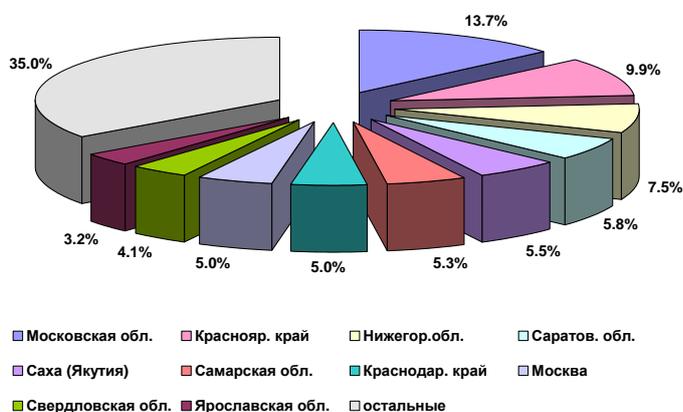
#### Структура рынка федеральных облигаций



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

На рынке субфедеральных и муниципальных облигаций на конец первого квартала 2020г. было представлено 106 выпусков долговых ценных бумаг 42 регионов - эмитентов, а также 9 выпусков 4 органов местной власти. Безусловным лидером на рынке (с существенным отрывом от других регионов) является Московская область, объем облигаций в обращении которой составляет 82,75 млрд руб. или 13,7% от общего объема рынка субфедеральных облигаций. Второе место занимает Красноярский край (60,031 млрд руб. или 9,9%), замыкает «тройку лидеров» Нижегородская область (45,3 млрд руб. или 7,7%). На долю регионов, занимающих с 4 по 10 место, приходится от 5,8% до 3,2% рынка. При этом первая десятка регионов занимает 65% рынка субфедеральных облигаций. По нашим оценкам, доля облигаций региональных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) выросла до 62,7% с 61,6% в начале года. Доля облигаций второго и третьего эшелонов составила 18,3% и 19,1% против 18,7% и 19,7% в начале года соответственно.

#### Структура рынка субфедеральных и муниципальных облигаций, % от общего объема

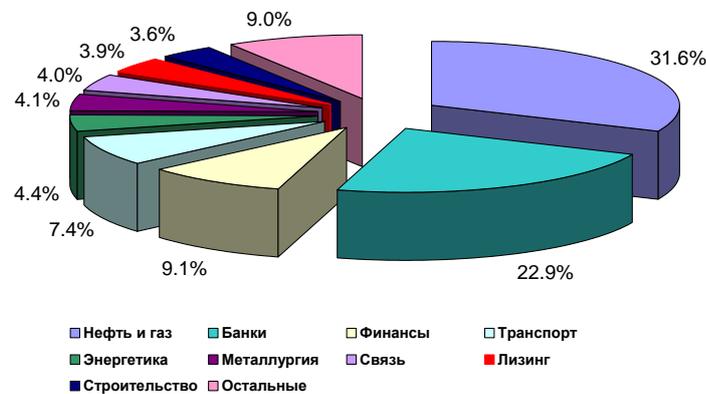


Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН»



На рынке корпоративных облигаций на конец первого квартала 2020г. в обращении находилось 1800 выпусков 440 эмитентов, что на 66 выпусков больше, чем в начале года. Максимальную долю на рынке по-прежнему сохраняет нефтегазовый сектор с объемом 3,765 трлн руб. или 31,6%. На втором месте с долей рынка в 22,9% банковские облигации общим объемом 2,723 трлн руб. Еще порядка 9,1% занимают облигации финансовых компаний (в т.ч. ипотечные облигации). Реальная экономика представлена транспортным сектором (7,4%), энергетикой (4,4%), металлургией (4,1%), связью (4,0%), строительством (3,6%). На долю лизинговых компаний приходится 3,9% рынка, а остальные отрасли представляют менее 2,5% рынка. Доля облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством), по нашим оценкам, изменилась незначительно и составила 64,5% на конец первого квартала 2020 года от суммарного объема рынка. Доля облигаций второго эшелона составляет, по нашим оценкам, 21,8% (21,7% на начало года), третьего эшелона – 12,8% (13,3% на начало года). Доля высокодоходных («high yield») облигаций не изменилась с начала года и составила около 0,9%.

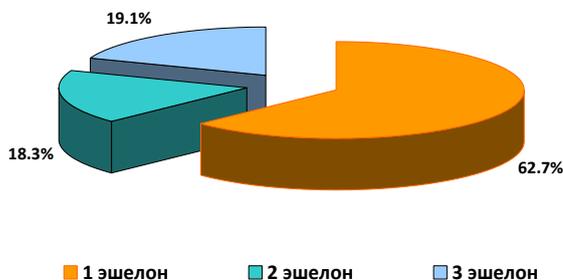
Отраслевая структура рынка корпоративных облигаций, % от общего объема



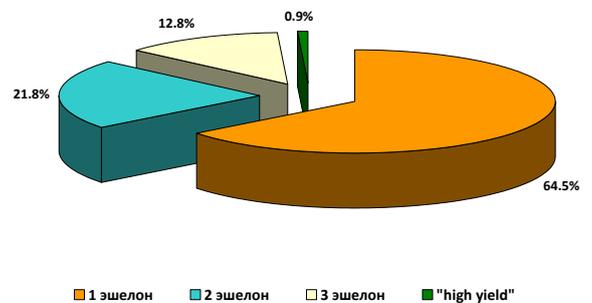
Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН».

Эшелонированность рынка, % от общего объема

субфедеральных и муниципальных облигаций



корпоративных облигаций



Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН».



Крупнейшие эмитенты на рынке корпоративных облигаций, % от общего объема

№ п.п.	Эмитент	Объем в обращении, млн руб.	Доля рынка, %
	<b>Общий итог</b>	11 909 299	100.0%
1	НК Роснефть	2 941 000	24.7%
2	РЖД	718 200	6.0%
3	Сбербанк	637 630	5.4%
4	Дом.РФ ( включая Дом.РФ ИА)	636 581	5.3%
5	ФСК ЕЭС	306 000	2.6%
6	Россельхозбанк	302 681	2.5%
7	Газпромбанк	298 283	2.5%
8	ВЭБ.РФ	295 076	2.5%
9	Транснефть	276 000	2.3%
10	ВТБ	224 999	1.9%
11	ОТКРЫТИЕ ХОЛДИНГ	222 973	1.9%
12	ГТЛК	205 189	1.7%
13	Газпром нефть	185 000	1.6%
14	МТС	177 500	1.5%
15	Банк ФК Открытие	151 490	1.3%
16	Газпром (включая Газпром Капитал)	145 000	1.2%
17	Башнефть	125 000	1.0%
18	АЛЬФА-БАНК	113 512	1.0%
19	Трансфин-М	107 505	0.9%
20	Ростелеком	105 000	0.9%
21	АФК Система	103 200	0.9%
22	СУЭК-Финанс	91 000	0.8%
23	ПЕРЕСВЕТ	90 793	0.8%
24	ИКС 5 ФИНАНС	90 000	0.8%
25	МегаФон	85 000	0.7%
26	РУСАЛ Братск	85 000	0.7%
27	Росбанк	80 816	0.7%
28	Концерн РОССИУМ	80 000	0.7%
29	МЕТАЛЛОИНВЕСТ	80 000	0.7%
30	ДельтаКредит	77 000	0.6%
31	Газпром	70 000	0.6%
32	Уралкалий	70 000	0.6%
33	ЕвроХим	67 000	0.6%
34	КАМАЗ	66 269	0.6%
35	ЕАБР	65 000	0.5%
36	Магнит	65 000	0.5%
37	Автодор	64 000	0.5%
38	ВЭБ-лизинг	63 700	0.5%
39	ГК ПИК	62 600	0.5%
40	РусГидро	60 700	0.5%
41	Роснано	59 580	0.5%
42	Почта России	54 671	0.5%
43	ФПК	48 500	0.4%
44	НорНикель	46 000	0.4%
45	МОЭСК	43 000	0.4%

Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

### Основные показатели первичного рынка

**Объем первичных размещений** рублевых облигаций по итогам января – марта 2020г. составил, по нашим оценкам, около 971,5 млрд руб., что на 13,3% выше показателя за аналогичный период предыдущего года. При этом первичный рынок ОФЗ, который функционировал всего два месяца, показал снижение в размере 2,4%, рынок корпоративных облигаций вырос на 36,8%, а на рынке **субфедеральных облигаций первичных размещений не проводилось**

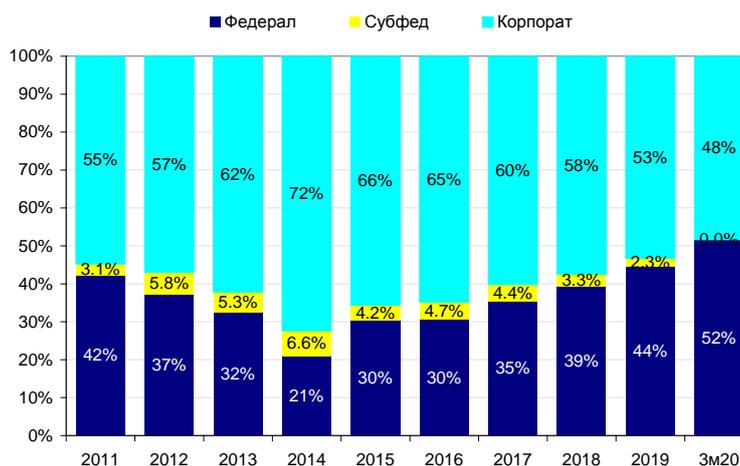
#### Объем первичного размещения облигаций в 2011–2020гг., млрд руб.



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

На долю ОФЗ пришлось 52% от общего объема размещений, на долю корпоративных облигаций – 48%.

#### Структура первичного размещения облигаций в 2011–2020гг., млрд руб.



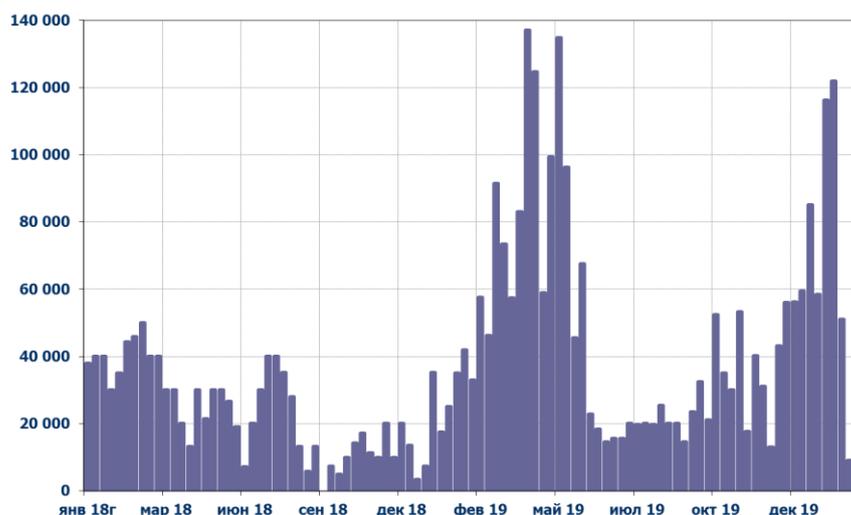
Источники: Минфин РФ, Московская Биржа, расчеты БК «РЕГИОН»

**Аукционы по размещению ОФЗ** в начале текущего года проходили на фоне роста интереса со стороны инвесторов. Суммарный спрос вырос с 80-150 млрд руб. в первые два аукционных дня до 190-240 млрд руб. в конце января – начале февраля т.г. При этом, если первые аукционы проходили с «премией» по доходности, то последующие размещения были с дисконтом в пределах 3 – 5 б.п.. В конце февраля на фоне повышения доходности на вторичном рынке результаты аукциона были провальными.



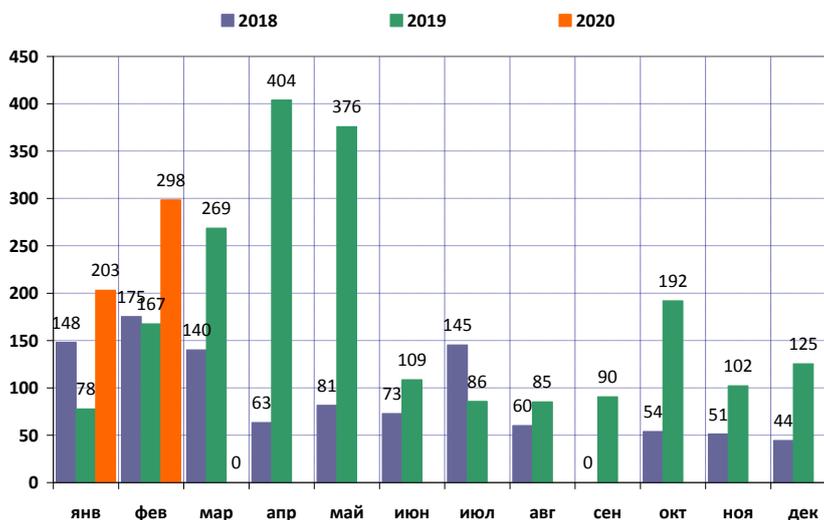
Столь низкого спроса на аукционе, который составил около 13,3 млрд руб., не наблюдалось более года. А объем размещения (около 9,1 млрд руб.) стал минимальным показателем на безлимитных аукционах. При этом Минфин был вынужден предоставить инвесторам «премию» в размере 8-9 б.п. по доходности, которой также не наблюдалось с августа 2019г. По итогу первых двух месяцев Минфин РФ выполнил на 80,22% план привлечения на рынке ОФЗ в I квартале т.г., который был установлен на уровне 600 млрд руб.

#### Еженедельные объемы размещения ОФЗ



Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

#### Объем размещения ОФЗ в 2018-2020гг., млрд руб.

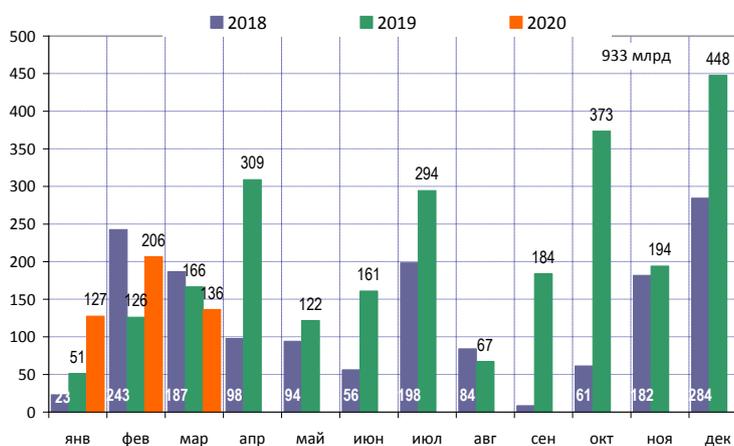


Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

В начале марта Минфин РФ «в условиях повышенной волатильности на финансовых рынках» принял решение отказаться от проведения аукционов по размещению гособлигаций «в целях содействия процессу стабилизации рыночной ситуации». А в конце марта Минфин РФ отложил публикацию графика аукционов по размещению облигаций федеральных займов на II квартал 2020 года, отметив в своем сообщении, что он "будет опубликован после принятия Минфином России решения о возобновлении проведения аукционов по размещению ОФЗ".

В первом квартале 2020 года на **первичном рынке корпоративных облигаций** прошло чуть менее 110 сделок (без учета краткосрочных выпусков ВТБ и ВЭБ.РФ) общим объемом более 470 млрд рублей, что на 36,8% выше уровня аналогичного периода прошлого года. Единственным полноценным месяцем в текущем году был февраль, когда было размещено облигаций на сумму более 206 млрд. руб. Объем первичных размещений корпоративных облигаций в марте составил 136,3 млрд руб., что на 34% ниже показателя февраля т.г. «Рыночные» размещения прошли преимущественно в первых числах марта, сборы заявок инвесторов по которым проводились еще в феврале т.г. на фоне относительно благоприятной ситуации на вторичном рынке. Во второй половине марта проходили только размещения краткосрочных облигаций (ВТБ, ВЭБ.РФ) и т.н. «инвестиционных» облигаций ряда кредитных организаций (среди которых: Сбербанк России, Банка ВТБ, МКБ), по которым предусмотрен дополнительный доход, зависящий от изменения какого-либо базового актива.

### Объем размещения корпоративных облигаций, млрд руб.



Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

В разрезе эмитентов самыми крупными заемщиками 1 квартала 2020 года стали Сбербанк, разместивший облигации на 84,48 млрд руб. (19,0% от общего объема размещений), ТрансФин-М и ГТЛК (разместившие облигациями объемом 48,66 45,6 млрд руб. (11,1% 10,4%) соответственно. В качестве крупнейшей разовой сделки выделим размещение СУЭК-Финанс выпуск на 30 млрд руб., которое прошло в конце февраля со ставкой купона 6,9% годовых (доходность к оферте 7,02% годовых).

Таблица. Крупнейшие корпоративные заемщики на рынке облигаций в 1 кв. 2020г.

№ п.п.	Эмитент	Размещенный объем, млн руб.	Доля рынка, %
1	Сбербанк	84 480	19.2%
2	ТрансФин-М	48 660	11.1%
3	ГТЛК	45 600	10.4%
4	Ростелеком	30 000	6.8%
5	СУЭК-Финанс	30 000	6.8%
6	Банк ФК Открытие	15 057	3.4%
7	Магнит	15 000	3.4%
8	МТС	15 000	3.4%
9	РЖД	15 000	3.4%
10	ВТБ	14 856	3.4%
11	Газпром нефть	10 000	2.3%



12	Ленэнерго	10 000	2.3%
13	МЕТАЛЛОИНВЕСТ	10 000	2.3%
14	МОЭСК	10 000	2.3%
15	Северсталь	10 000	2.3%
16	Уралкалий	10 000	2.3%
17	ФСК ЕЭС	10 000	2.3%
18	ДОМ.РФ ИА	7 207	1.6%
19	ГК Самолет	6 000	1.4%
20	ВЭБ.РФ	5 851	1.3%
21	РусГидро	5 700	1.3%
22	МКБ	5 000	1.1%
23	РОЛЬФ	4 500	1.0%
24	БСК	4 000	0.9%
25	Банк Зенит	3 198	0.7%
26	РН Банк	3 000	0.7%
27	Россельхозбанк	2 481	0.6%
28	ЛЕГЕНДА	2 000	0.5%
29	КАМАЗ	1 999	0.5%
30	Роснано	1 680	0.4%

Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

Из новых имен на первичном рынке корпоративного долга в 1 квартале 2020 году появились ГК Сегежа (лесопромышленный комплекс, входит в АФК Система) и Брусника (региональный девелопер), которые выходили на рынок с займами в январе и марте, разместив облигационные выпуски на 10 и 4 млрд руб. соответственно.

Также в марте планировались дебюты ИСК ПетроИнжиниринг и Джи Групп, которые на рынок с займами так и не вышли.

#### Рейтинговые суверенные действия

В течение 1 квартала 2020г. в результате пересмотров суверенных кредитных рейтингов России агентства «большой тройки» предприняли следующие действия:

- 18 января и 27 марта агентство Standard & Poor's подтвердило суверенный рейтинг России на уровне «BBB-», сохранив «стабильный» прогноз;

- 8 февраля агентство Fitch сохранило суверенный рейтинг «BBB», прогноз «стабильный»;

Плановые заседания по рейтингу России агентством Moody's предусмотрены во втором и четвертом кварталах.

#### Календарь плановых пересмотров суверенных кредитных рейтингов России в 2020 г. агентствами «большой тройки»

Агентство	Первый пересмотр	Второй пересмотр
Standard & Poor's	18.01.2020 (состоялся)	17.07.2020
Moody's	05.06.2020	04.12.2020
Fitch	08.02.2020 (состоялся)	07.08.2020

Источники: данные агентств

### Обороты вторичного рынка

По итогам первого квартала 2020г. объем биржевых сделок с рублевыми облигациями составил 3 135,5 млрд руб., что на 78,2% выше показателя за аналогичный период предыдущего года. Минимальное повышение объема сделок (+28,3%) наблюдалось в сегменте субфедеральных облигаций. Правда, объем сделок с ними достаточно мал – около 37,2 млрд руб. или всего 1,2% от общего объема. На 50,1% произошло повышение объема сделок в корпоративном сегменте, составившего 816,4 млрд руб. против 544,1 млрд руб. в первом квартале годом ранее. В сегменте государственных облигаций наблюдалось максимальное повышение оборотов – на 92,4% до 2 281,9 млрд руб.

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



Источники: МБ, расчеты БК «РЕГИОН»

**В первом квартале 2020г. продолжился рост доли ОФЗ в суммарном объеме биржевых торгов, который наблюдается с 2016г.** По итогам первого квартала текущего года она составила 72,8% против 65,8% годом ранее. Доля корпоративных облигаций в суммарном объеме биржевых сделок составила около 26,0% (против 33,3% по итогам 2019г.).

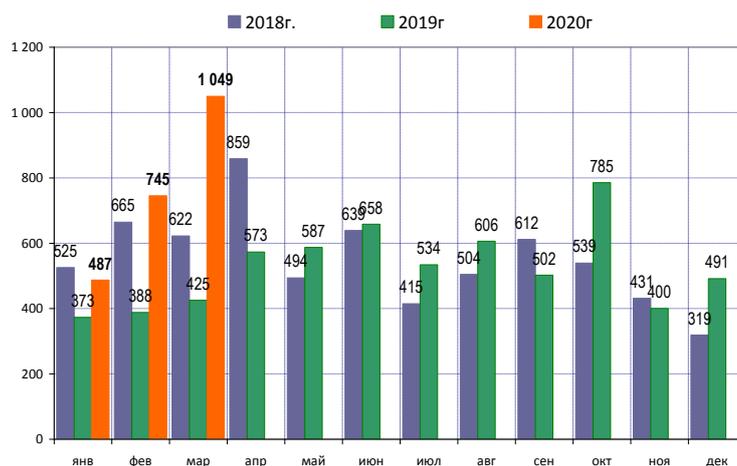
**Рисунок 11.2. Структура биржевых сделок с облигациями, в % от суммарного объема**



Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

Повышение оборотов на рынке ОФЗ по итогам первого квартала 2020г. связано, как нам представляется, с высоким спросом на рублевые активы со стороны инвесторов в течение первых полутора месяцев и в первую очередь с выводом нерезидентами своих средств с рынка в конце февраля - марте. При этом среднедневной оборот повысился до 39,2 и 50,1 млрд руб. в феврале и марте по сравнению с 28,6 и 24,9 млрд руб. в январе и за прошлый год в целом.

### Объем торгов с ОФЗ, млрд руб.

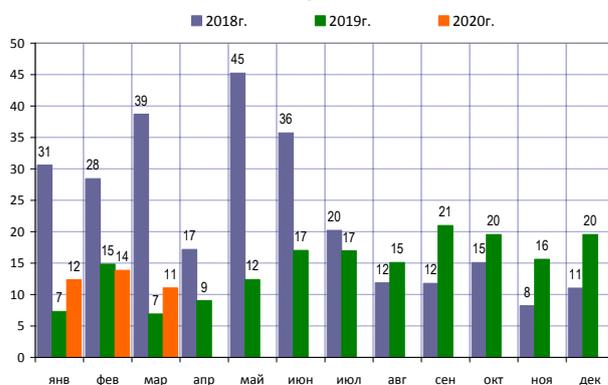


Источники: МБ, расчеты БК «РЕГИОН»

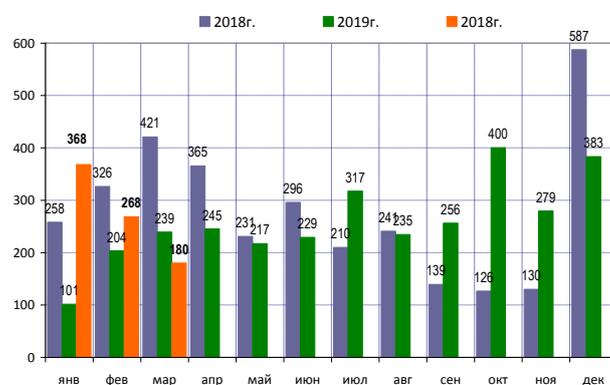
На вторичном рынке **субфедеральных облигаций** в первом квартале 2020г. наблюдается устойчивое снижение активности. Средний дневной оборот с субфедеральными облигациями в марте снизился до 0,53 млрд руб., что на 27-28% ниже, чем в январе и феврале (порядка 0,72-0,73 млрд руб.), и на 24% по сравнению со средним показателем за 2019г. в целом (порядка 0,64 млрд руб.). На рынке **корпоративных облигаций** среднедневной объем сделок в марте снизился на 41-51% по сравнению с февралем и январем до 8,4 млрд руб. с 14,1 и 18,1 млрд руб. соответственно. В 2019г. среднедневной оборот с корпоративными облигациям составлял 12 млрд руб.

### Объем биржевых торгов, млрд руб.

#### С субфедеральными и муниципальными облигациями



#### корпоративными облигациями



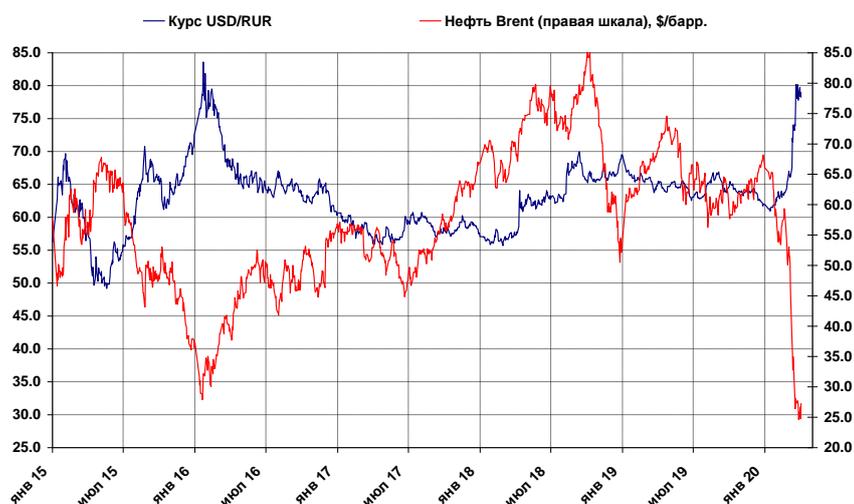
Источники: МБ, расчеты БК «РЕГИОН»

### Конъюнктура рынка рублевых облигаций

В течение первых полутора месяцев 2020г. реакция на финансовых, фондовых и сырьевых мировых рынках на новостной фон, связанный, в первую очередь, с развитием ситуации вокруг «коронавируса», была достаточно слабой и краткосрочной. При этом рынок реагировал в большей мере на позитивные внутренние факторы и новости, о которых будем говорить ниже по тексту. Однако в конце февраля существенное расширение границ заражения, включая США и ЕС, вызвало панические настроения на мировых фондовых рынках. А с начала марта национальная валюта оказалась под серьезным дополнительным давлением в связи с падением цен на нефть после отказа от сделки ОПЕК+. Котировки фьючерса на нефть марки Brent в отдельные дни марта опускались ниже 25 долларов за баррель. По данным MarketWatch, квартальное падение обоих нефтяных контрактов стало максимальным за всю историю: цена Brent с начала года рухнула на 65,6%, WTI - на 66,5%. Одной из причин последнего снижения цен стали новости о переполнении хранилищ из-за отсутствия спроса. Попытку поддержать нефтяной рынок сделал президент США Дональд Трамп, который 30 марта заявил, что США, РФ и Саудовская Аравия вместе займутся проблемой обвала нефтяных цен. Очевидно, что такие договоренности будут способствовать стабилизации цен на нефть в будущем.

По данным Минфина РФ, средняя цена нефти марки Urals в январе-марте 2020 года сложилась в размере \$48,18 за баррель (за аналогичный период 2019г. - \$63,17 за баррель, снижение на \$15 за баррель или на 23,7%). В марте текущего года средняя цена на нефть марки Urals более чем в два раза снизилась по сравнению с мартом 2019 года - до \$29,17 за баррель с \$65,98 за баррель.

### Официальный курс рубля и котировки фьючерсов на нефть марки Brent



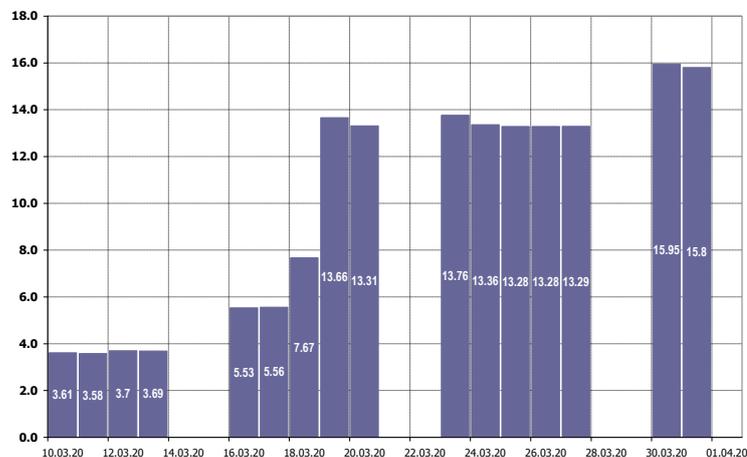
Источники: Банк России, REUTERS, БК «РЕГИОН»

На этом негативном фоне с сырьевых рынков курс доллара к рублю внутри некоторых торговых сессий в марте переходил отметку 80 руб., а в остальном колебался внутри относительно узкого коридора 78-79 руб., чутко реагируя на изменения нефтяных котировок.

Поддержку рубля, несомненно, оказало увеличение с 19 марта объема продаж валюты Банком России по новым «правилам» с целью компенсировать валютному рынку непоступление валютной выручки в случае снижения нефтяных котировок «Urals» ниже уровня \$25 за баррель. Ежедневно 30-31 марта продажи валюты были увеличены до 15,8-15,95 млрд руб., в то время как с 19 по 27 марта Банк России продавал валюту на сумму в пределах 13,3-13,8 млрд руб. (против 5,5-7,7 млрд руб. и 3,6-3,7 млрд руб. двумя и тремя неделями ранее). Таким образом, с начал операций Банк России продал валюту на общую сумму 159,03 млрд руб., из которых около 79% пришлось на продажи с 19 марта. Напомним, что упреждающая продажа валюты проводится с 10 марта в рамках реализации механизма бюджетного правила в целях повышения предсказуемости действий денежных властей и снижения волатильности финансовых рынков в условиях значительных изменений на мировом рынке нефти. Эти операции

осуществлялись до момента начала регулярных продаж иностранной валюты из средств фонда национального благосостояния.

#### Объем продаж валюты Банком России, млрд руб.



Источник: Банк России, расчеты БК «РЕГИОН»

Тем не менее, ослабление рубля по официальному курсу к доллару США с начала года составило 24,91%, 23,65% - к евро и 24,30% к бивалютной корзине. За аналогичный период 2019г. курс рубля укрепился на 6,82% к доллару США, 8,48% к евро и 7,62% к бивалютной корзине (10,89%, 12,74% и 11,78% за год соответственно).

В течение первых полутора месяцев 2020г. внутренние факторы определяли в большей мере благоприятную конъюнктуру рынка облигаций. В первую очередь, это были темпы инфляции, которые продолжали замедляться, что позволило Банку России на февральском заседании в шестой раз подряд понизить ключевую ставку на 25 б.п. до 6,00% годовых, а риторика регулятора позволяла рассчитывать на сохранение мягкой денежно-кредитной политики. Одной из главных причин мягкой денежно-кредитной политики Банка России стало быстрое сокращение темпов инфляции в России, которая в январе и феврале 2020г. составила 0,4% и 0,3%, а в годовом выражении инфляция замедлилась с декабрьских 3% до 2,4% и 2,3% соответственно. На вторичном рынке рублевых облигаций в целом общая динамика была положительной. Об этом свидетельствует снижение доходности, которое с начала года к началу третьей декады февраля на рынке ОФЗ составило в среднем порядка -31 б.п. и до 35-47 б.п. в среднесрочном сегменте от 4,5 до 10 лет. При этом, за две недели после решения Банка России о снижении ключевой ставки изменение доходности ОФЗ ускорилось, составив в среднем порядка 17 б.п. и до 20 - 27 б.п. соответственно.

Плавное снижение цен ОФЗ, которое наблюдалось с 21 февраля как реакция на негативный новостной фон, связанный, в первую очередь, с существенным расширением распространения китайского «коронавируса», сменилось резким обвалом цен в последний день февраля на фоне падения всех мировых финансовых и сырьевых рынков, в первую очередь, цен на нефть и ослабления рубля. При этом по итогам февраля цены снизились в среднем на 1,28% (до 1,9-2,5% по самым «длинным» впускам). Вместе с тем, негативная реакция долгового рынка была недолгой: в течение первых четырех рабочих дней марта падение было частично отыграно. При этом нельзя не отметить, что позитивная динамика была отмечена практически на всех мировых рынках. А после неожиданного первого решения ФРС США о снижении базовой ставки на 0,5 п.п. до 1,0-1,25% позитивная динамика цен ОФЗ ускорилась. Решение ФРС США о снижении базовой ставки привело к достижению рекордно низкого уровня доходности гособлигаций США, но не остановило падение фондовых индексов. В результате аппетит к риску инвесторов вновь начал снижаться, а неопределенность с решением ОПЕК+ привело к началу снижения нефтяных цен и ослаблению рубля, что вызвало очередное снижение цен ОФЗ и рост их доходности до уровня трехмесячной давности.

Появившаяся в начале второй недели марта новость о срыве сделки ОПЕК+ привела к обвалу нефтяных цен и курса российского рубля. На этом фоне доходность ОФЗ продолжила снижение и

установилась выше уровня годовой давности. 18 марта доходность достигла своих локальных максимальных уровней, которые для 10-и летнего и самого долгосрочного (с погашением в марте 2039 году) выпусков составили 8,5% и 8,7% годовых соответственно, после чего она начала снижаться благодаря, в первую очередь, мерам, принимаемым правительствами и центральными банками как России, так и многих стран мира.

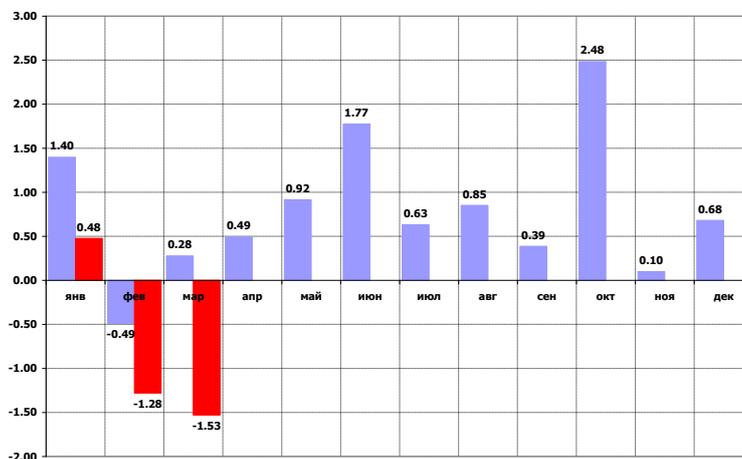
Продолжающиеся обвалы основных мировых фондовых рынков, опасность рецессии мировой экономики потребовали принятия беспрецедентных мер от центробанков и правительств многих стран по поддержке финансовых рынков и национальных экономик. Так, например, в США объем поддержки национальной экономики составляет порядка 10,5% ВВП, в Германии - 32,3%, Великобритании - 15,0%, Франции - 13,8%, Сингапура - 11,0%, Япония -20%. Решения по ставкам ряда центральных банков, принятые после внеочередного заседания ФРС США представлены в таблице

### Решения центральных банков по процентным ставкам

Страна	Дата заседания	Изменение	Текущая ставка, %
США	15/03/2020	-1%	0-0,25
Чили	16/03/2020	-0,75%	1,0%
Чехия	16/03/2020	-0,5%	1,75%
Южная Корея	16/03/2020	-0,5%	0,75%
Турция	17/03/2020	-1%	9,75%
Новая Зеландия	17/03/2020	-0,75%	0,25%
Австралия	19/03/2020	-0,25%	0,25%
Польша	19/03/2020	-0,5%	1,0%
Индонезия	19/03/2020	-0,25%	4,5%
Филиппины	19/03/2020	-0,5%	3,25%
Бразилия	19/03/2020	-0,5%	3,75%
Швейцария	19/03/2020	без изменений	-0,75%
Англия	19/03/2020	-0,15%	0,1%
Россия	20/03/2020	без изменений	6,00%
Венгрия	24/03/2020	без изменений	0,90%
Англия	26/03/2020	без изменений	0,10%
Индия	27/03/2020	-0,75%	4,40%
Колумбия	27/03/2020	-0,50%	3,75%
Чили	31/03/2020	-0,50%	0,5%

После роста цен ОФЗ в январе, составившего 0,48%, в феврале и марте было зафиксировано их снижение 1,28% и 1,53% соответственно. При этом максимальное снижение (к 18 марта) превышало 7,3% (10-16% по долгосрочным выпускам).

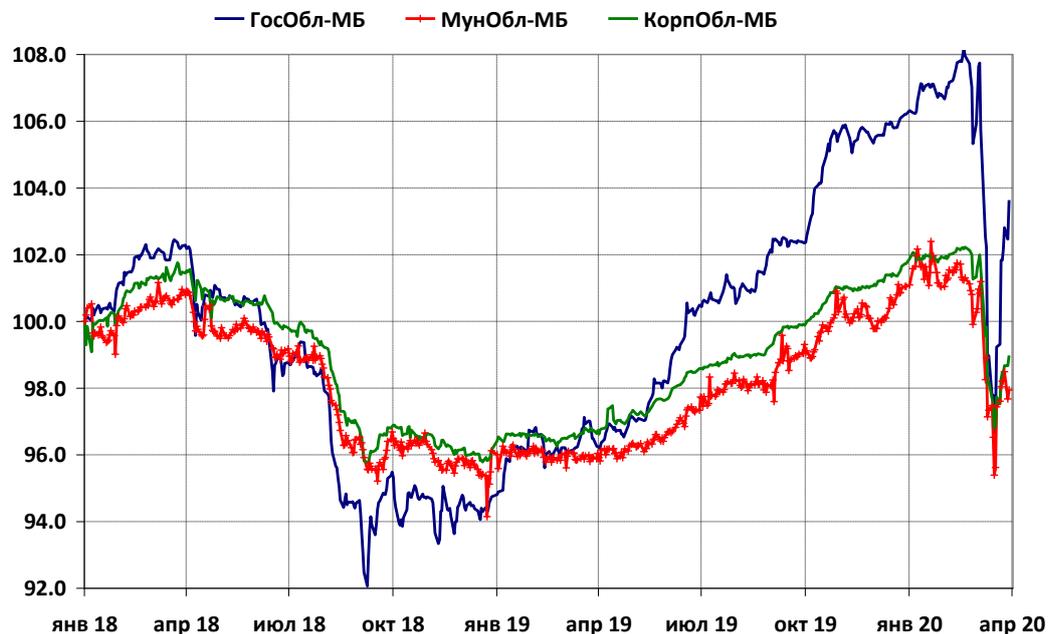
### Изменение средних цен ОФЗ в 2019-2020гг.



Источники: расчеты БК «РЕГИОН»



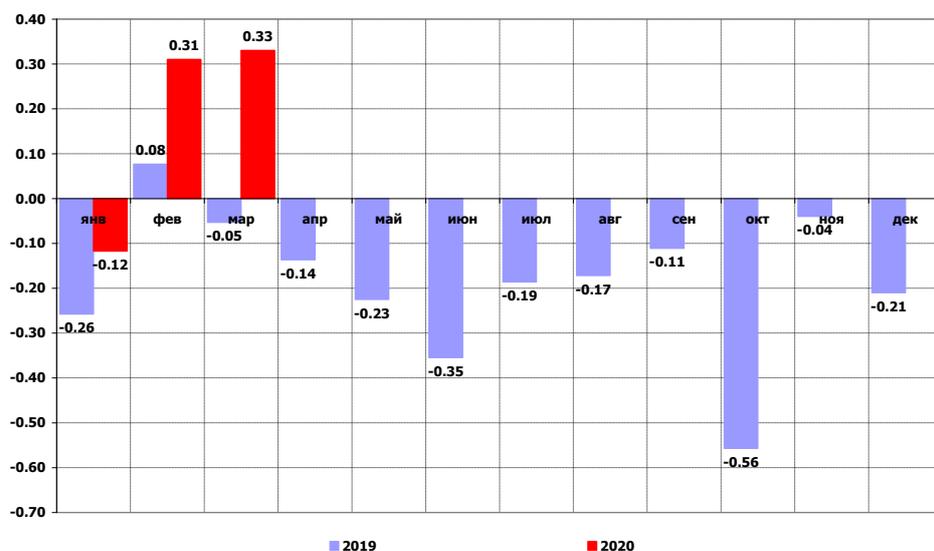
**Динамика приведенных ценовых индексов МБ в 2018-2020гг.**



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

Снижение доходности ОФЗ, которое наблюдалось в течение одиннадцати месяцев 2019г., продолжалось до 20 февраля 2020г. Но разворот рынка привел к повышению средней доходности ОФЗ на 31 б.п. по итогам февраля. В первой половине марта повышение ставок ускорилось до 167 б.п. (175-185 по долгосрочным выпускам), достигнув максимальных значений к 18 марта. Однако по итогам марта рост ставок к началу месяца составил всего 33 б.п., т.е. рынок «отыграл назад» порядка 80% роста.

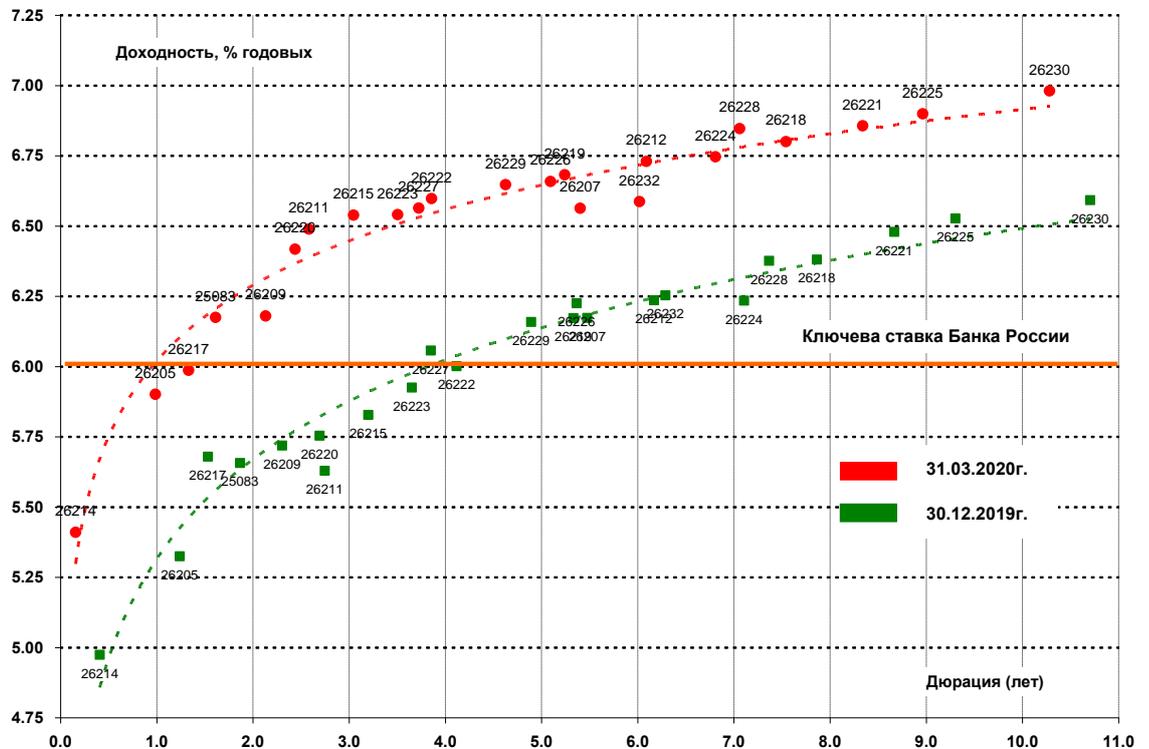
**Изменение средней доходности ОФЗ в 2019-2020гг.**



Источники: расчеты БК «РЕГИОН»



«Кривая» доходности ОФЗ



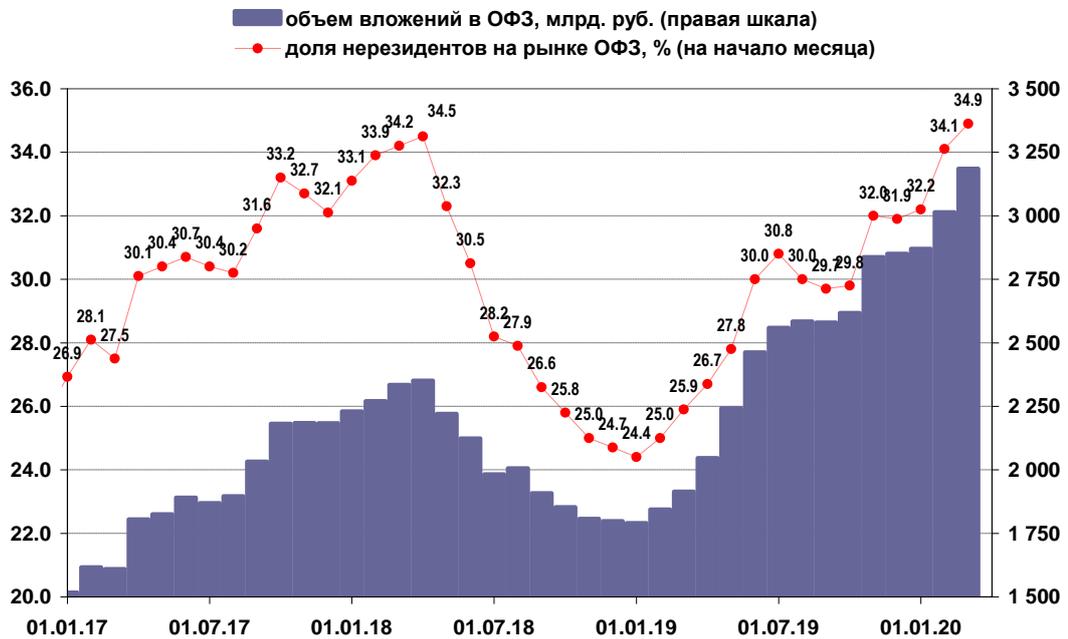
Источники: МБ, БК «РЕГИОН»

Говоря о конъюнктуре рынка ОФЗ, нельзя не отметить существенное влияние, которое оказывает присутствие или отсутствие на рынке инвесторов-нерезидентов. По данным Банка России, доля нерезидентов на рынке ОФЗ по состоянию на 1 марта 2020 года составляла 34,9%, что на 0,8% выше показателя предыдущего месяца. Номинальный объем гособлигаций, принадлежащих нерезидентам, на 1 марта составил 3,185 трлн. рублей при общем объеме рынка ОФЗ 9,128 трлн. рублей. Таким образом, в номинальном выражении прирост вложений нерезидентов составил 171 млрд руб., а рынок в целом вырос на 299 млрд руб., что частично обусловило относительно небольшое повышение доли. По состоянию на 1 марта 2020г. объем вложений нерезидентов достиг очередного абсолютного максимума за всю историю рынка, при этом прирост вложений год к году составил 1,271 трлн руб. (+66,4%), при этом их доля выросла на 9,0%.

С середины марта НРД начал публикацию данных о доле инвестиций нерезидентов в ОФЗ. В ежедневном режиме в открытом доступе публикуются данные в разрезе отдельных выпусков в соответствии с информацией об остатках на счетах НРД. По данным НРД, на конец 2019 года доля ОФЗ на счетах иностранных кастодианов и нерезидентов достигла 31,2% (по данным ЦБ РФ – 32,2%), к 17 марта 2020 года она увеличилась до 32,3%. По состоянию на 1 апреля 2020г. по данным НРД (и расчетам БК «РЕГИОН») доля нерезидентов снизилась до 31,7% и в номинальном выражении до 2 825,7 млрд руб.

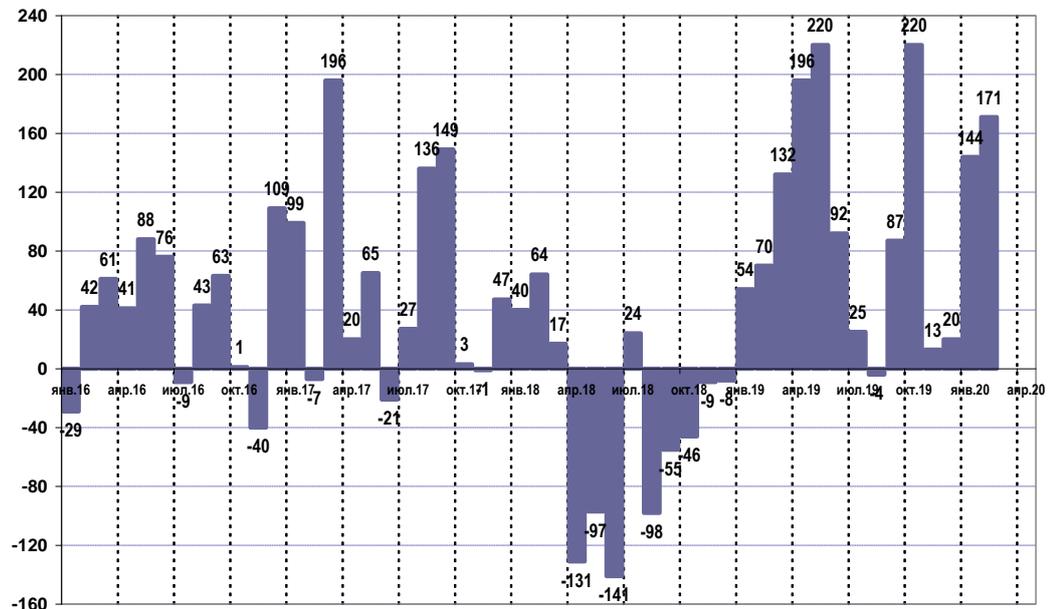


**Объем и структура вложений нерезидентов в ОФЗ**



Источник: Банк России, расчеты «БК РЕГИОН»

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



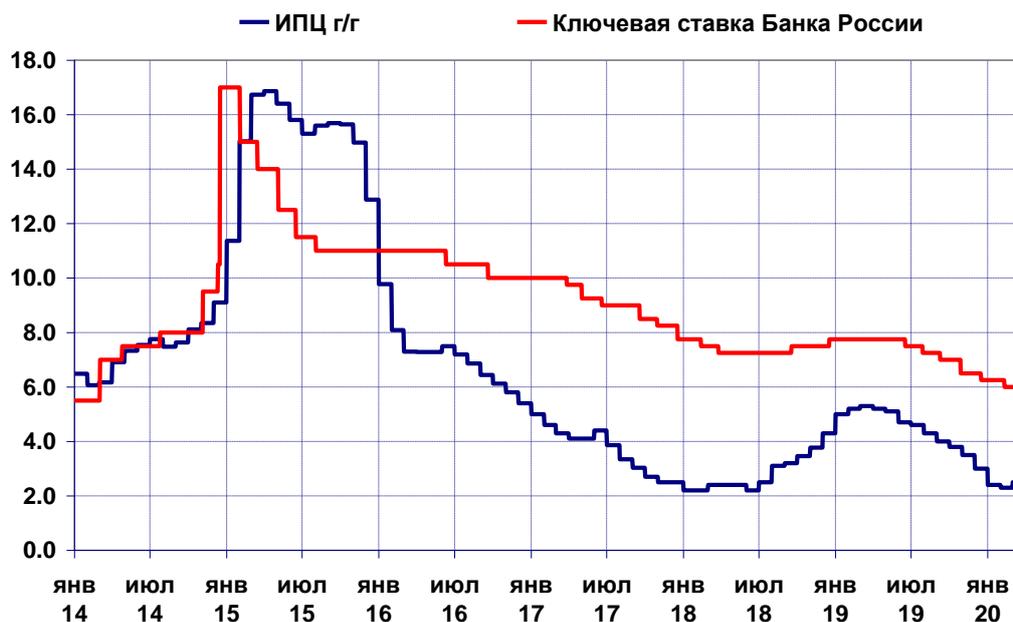
Источник: Банк России, расчеты «БК РЕГИОН»



Инфляция, которая в начале прошлого года была одним из главных негативных факторов для долгового рынка, начиная со второй половины 2019 г. и в первые два месяца 2020г. была основным «драйвером» для снижения ключевой ставки Банком России и роста цен на рублевом долговом рынке. По итогам января и февраля т.г. годовая инфляция снизилась до 2,4% и 2,3% соответственно. Однако уже в марте на фоне дефицита отдельных товаров в результате роста спроса инфляция ускорилась до 0,6% в месяц и до 2,5% год к году.

Крайне важным событием для долгового рынка было мартовское заседание Банка России, на котором рассматривались вопросы денежно – кредитной политики, включая решение по ключевой ставке. По итогам заседания, которое состоялось 20 марта, Банк России сохранил ключевую ставку на уровне 6,00%. В пресс-релизе регулятора было отмечено, что в дальнейшем Банк России будет принимать решения по ключевой ставке с учетом фактической и ожидаемой динамики инфляции относительно цели, развития экономики на прогнозном горизонте, а также оценивая риски со стороны внутренних и внешних условий и реакции на них финансовых рынков. По оценкам Банка России, произошедшее ослабление рубля является временным проинфляционным фактором, под влиянием которого годовая инфляция может превысить целевой уровень в текущем году. Однако значимое сдерживающее влияние на инфляцию будет оказывать динамика внутреннего и внешнего спроса, что связано с выраженным замедлением роста мировой экономики и возросшей неопределенностью. По мнению Банка России, в этих условиях с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция вернется к 4% в 2021 году.

**Годовая инфляция и ключевая ставка Банка России, %**

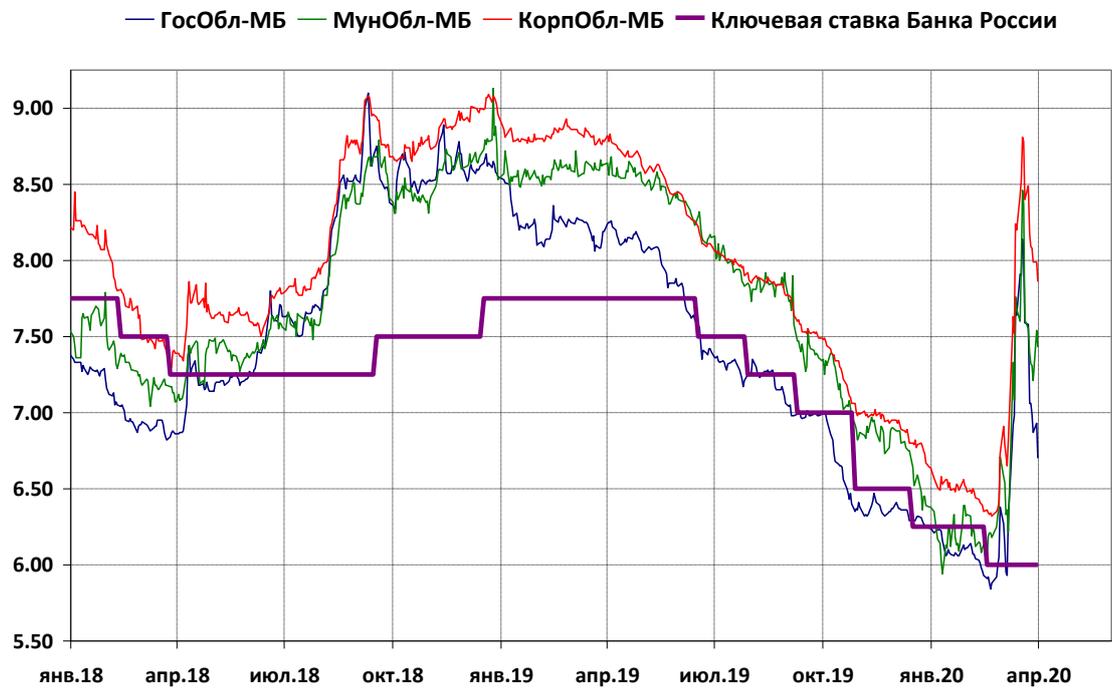


Источники: Банк России, Росстат.

По итогам первого квартала 2020г., в соответствии с индексами доходности, рассчитываемыми Московской биржей, средняя доходность субфедеральных и корпоративных облигаций выросла на 105 и 122 б.п. соответственно, при росте на 46 б. п. по рынку ОФЗ. Одновременно следует отметить существенное расширение спредов между доходностью субфедеральных, корпоративных и федеральных облигаций. По корпоративным облигациям первого и второго эшелонов спреды расширились до 150-200 б.п. и 200-400 б.п. соответственно, по субфедеральным до 120-160 б.п. и 150-200 б.п. соответственно. При этом следует отметить, что большая часть облигаций стала практически не ликвидными.



Индексы доходности рублевых облигаций и ключевая ставка Банка России



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



### Инвестиционная привлекательность

По итогам первого квартала 2020г. вложения в рублевые облигации и акции принесли инвесторам убытки. При этом убыток от инвестиций в акции составил 17,63%, в то время как на рынке федеральных и корпоративных облигаций потери оказались менее существенными и составили 0,72% и 0,79% соответственно. Убытки на рынке субфедеральных облигаций составили 1,14%. Только вложения в иностранные валюты были удачными. Так, например, покупка доллара США и евро принесли доход в размере 24,91% и 23,65% соответственно.

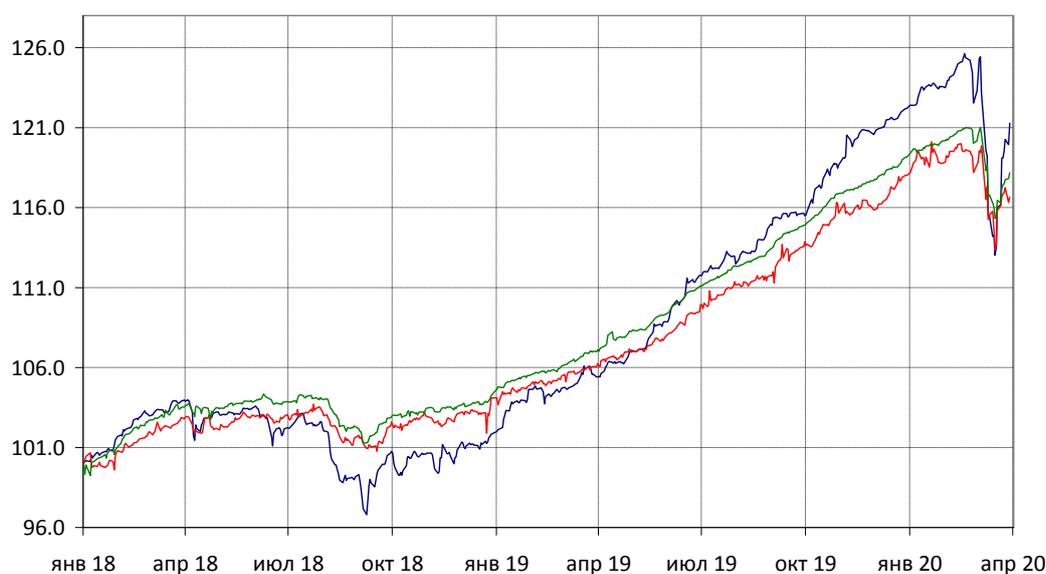
**Таблица. Возврат на инвестиции (Total Return) в различные сегменты финансового рынка, %**

Инструмент	Период						
	I кв. 20	2019г.	I кв. 19	2018	2017	2016	2015
<b>Рынок облигаций</b>							
Все рублевые облигации	-0.72%	18.85%	3.40%	1.39%	14.11%	8.65%	23.92%
Государственные (ОФЗ)	-0.72%	19.99%	3.69%	2.12%	12.79%	14.98%	29.38%
Субфедеральные	-1.14%	13.36%	1.89%	4.32%	10.29%	12.03%	16.17%
Корпоративные	-0.79%	14.30%	2.67%	4.42%	12.28%	10.97%	18.56%
<b>Рынок акций</b>							
Индекс МБ	-17.63%	28.55%	5.39%	12.30%	-4.71%	25.69%	26.12%
<b>Валютный рынок</b>							
долл. США	24.91%	-10.89%	-6.82%	21.78%	-5.95%	-16.77%	22.99%
евро	23.65%	-12.74%	-8.48%	16.49%	6.89%	-19.93%	16.61%
бивалютная корзина	24.30%	-11.78%	-7.62%	19.17%	-0.01%	-18.27%	19.33%
<b>Инфляция (справочно)</b>							
ИПЦ	1.3%	3.00%	1.80%	4.30%	2.50%	5.40%	12.90%

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

### Индексы совокупного дохода рублевых облигаций МБ в 2018-2019гг.

— ГосОбл-МБ — МуноОбл-МБ — КорпОбл-МБ



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

**Ключевые факторы, которые могут оказать влияние на рынок рублевых облигаций в 2020г.**

**Основные внешние факторы**

- ✓ **«Черный лебедь» мировых рынков.** Последствия пандемии COVID-19, а также своевременность и уместность принятых мер мировым экономикам еще только предстоит оценить.
- ✓ **Динамика нефтяных цен.** В 2020 г. на нефтяном рынке ожидалась в целом скорее нейтральная ценовая динамика относительно уровней прошлого года (в 2019г. котировки трехмесячного фьючерса на нефть марки brent выросли на 20% до \$66 за баррель). «Ценовые» войны после обвала нефтяных вследствие срыва сделки ОПЕК+ в начале марта в дополнение к «коронавирусным» рискам только добавляют волатильности сырьевому рынку.
- ✓ **Геополитические риски.** По геополитическим событиям 2020 год обещает быть не менее насыщенным, чем прошедший. Тема санкций к российскому долгу, которая обозначилась в рамках рассмотрения поправки к проекту Закона США об ассигнованиях на национальную оборону на 2020 финансовый год, коснулась заимствований России только в иностранной валюте. Тема торговых конфликтов США с Китаем и Евросоюзом, а также с другими странами, конфликты в Восточной Азии и на Ближнем Востоке могут найти продолжение и в 2020г., провоцируя волатильность на финансовых площадках мира. Главным событием могут стать выборы президента США и всевозможные действия вокруг них. Однако не исключаем, что их влияние не будет существенным на российский долговой рынок;
- ✓ **Денежно – кредитная политика мировых центральных банков.** Снижение ключевых ставок центральными банками большинства стран, которая стала объективной реальностью прошлого года, может продолжиться и в следующем году на фоне примера ФРС США, которая уже дважды снизила базовую ставку для поддержки экономики в связи с коронавирусом.

**Основные внутренние факторы**

- ✓ **Изменение тренда инфляции.** Прошедший год стал годом низкой инфляции в России, и мы ожидали сохранения тренда на снижение в 2020г., по крайней мере, в первой его половине. Наш прогноз инфляции на конец года находится в интервале 2,5-3,0%. Резкое ослабления рубля, в случае сохранения его на новых уровнях может привести к ускорению темпов инфляции.
- ✓ **Денежно-кредитная политики Банка России.** Сохранение Банком России мягкой ДКП на фоне низкой инфляции совсем недавно выглядело вполне вероятным. Обвал нефтяных цен и ослабление рубля ставит под сомнение сохранение такой политики.
- ✓ **Курс рубля.** По итогам 2019г. российский рубль показал одну из лучших динамик среди валют развивающихся рынков, войдя в тройку лидеров и укрепившись на 10,8% (по расчетам Reuters). В 2020г. российская валюта оказалась под определенным давлением новых рисков, обвала нефтяных цен, что привело к существенному снижению в первом квартале т.г. Тем не менее, мы не исключаем определенной коррекции при условии восстановления цен на нефть;
- ✓ **Политика Минфина РФ на первичном рынке ОФЗ.** В текущем году Минфин достаточно гибко сочетал практику свободного и ограниченного предложения гособлигаций на аукционах с учетом достигнутых результатов, реального спроса со стороны инвесторов и скорректированных планов по заимствованиям. Согласно Федеральному бюджету на 2020, объем чистых заимствований должен составить порядка 1 740,2 млрд руб. С учетом погашений обращающихся государственных ценных бумаг общий объем размещений на следующий год может составить порядка 2,3 трлн руб., что всего на 10,4% выше плана на текущий год, который более чем на 25% превышал план предыдущего года. В начале марта Минфин принял решение: «в целях избежания избыточного давления на долговой рынок и учитывая наличие необходимых финансовых ресурсов для выполнения текущих бюджетных обязательств, проведение аукционов по



размещению ОФЗ приостанавливается на период до стабилизации рыночной ситуации. О возобновлении аукционов ОФЗ будет сообщено дополнительно".

- ✓ **Источники ликвидности.** В декабре 2019г. структурный профицит ликвидности банковской системы по данным Банка России снизился до 2,8 трлн руб. (-0,2 трлн руб.). Этому способствовали увеличение объема наличных денег в обращении и рост остатков средств на корсчетах банков, которые превысили объем поступлений средств по бюджетному каналу. Прогноз структурного профицита ликвидности на конец 2020г. понижен Банком России до уровня 3,4 – 3,9 трлн руб. с 4,1 – 4,6 трлн руб. после уточнения фактических данных за декабрь 2019 года. Таким образом, профицит банковской ликвидности останется в следующем году на высоком уровне, что потребует от регулятора продолжения выпуска КОБР. На текущий момент объем КОБР в обращении составляет 1,89 трлн руб. (потенциал роста до 2,2 трлн руб.). При этом на февраль и март т.г. Банк России запланировал выпуск двух выпусков по 700 млрд руб. по номинальной стоимости каждый. Таким образом, объем абсорбирования банковской ликвидности банковской системы Банком России сохранится на уровне не менее 2,1 трлн. руб. На 1 декабря суммарные активы банковской системы составили 95,965 трлн руб., при этом динамика этого показателя с начала года свидетельствует о существенном снижении темпов роста банковской системы (9,5-10,5% в годовом выражении в начале 2019г. против 6,0-8,0% во второй половине), а ужесточенные в прошлом году нормы резервирования также не способствуют росту лимитов на облигационные займы (за исключением ОФЗ и субфедеральных облигаций). Отсутствие притока новых денежных средств в пенсионные накопления НПФ, а также ожидаемый крайне низкий объем «перехода» из ПФР (согласно их проекту бюджета всего порядка 25,3 млрд руб.) говорит о слабых возможностях НПФ увеличивать вложения на долговом рынке. Основным источником для вложений на рынке облигаций для институциональных инвесторов будут средства, полученные ими от погашений и выплат купонов, объем которых по рынку корпоративных облигаций оценивается нами в размере порядка 2,2 трлн руб., порядка 85 млрд руб. - на рынке субфедеральных облигаций и порядка 1,15 трлн руб. на рынке ОФЗ (**суммарно – порядка 4,1 трлн руб.**).



## **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 Шилева (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, [garon@region.ru](mailto:garon@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.