



◀ **Александр ЕРМАК,**
главный аналитик долговых рынков,
БК «РЕГИОН»

Юлия ГАПОН, ▶
аналитик долговых рынков,
БК «РЕГИОН»



Рынок ОФЗ: основные факторы падения и роста

Рынок ОФЗ продемонстрировал относительно высокую устойчивость в ходе кризисной встряски весны 2020 года и способность быстрого восстановления. Ситуацию на государственном долговом рынке определяли внешние негативные новости, связанные с быстрым распространением коронавируса, паническими настроениями на мировых рынках и разрывом сделки ОПЕК+, которая обрушила цены на нефть и усилила давление на рубль. В конце второй декады марта рынок достиг максимальных уровней доходности, однако уже к концу апреля «отыграл» большую часть падения. Уже в начале мая рынок ОФЗ вернулся на уровень минимальных доходностей, который был зафиксирован в середине февраля.

Положительная динамика начала года.

В течение первых полутора месяцев 2020 года реакция финансовых, фондовых и сырьевых рынков на новостной фон, связанный с развитием ситуации вокруг коронавируса, была достаточно слабой и краткосрочной. При этом рынок ОФЗ реагировал в большей мере на позитивные внутренние факторы и новости. В первую очередь на 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% годовых. При этом риторика регулятора позволяла рассчитывать на сохранение мягкой денежно-кредитной политики. Инфляция в январе и феврале 2020 года составила 0.4% и 0.3%, а в годовом выражении 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 составило в среднем 31 б. п. (и до 35–47 б. п. в среднесрочном сегменте от 4.5 до 10 лет).

Паника на мировых рынках. Плавное снижение цен ОФЗ, которое наблюдалось с 21 февраля 2020 года как реакция на негативный новостной фон, связанный с распространением коронавируса, сменилось резким обвалом цен в последний день февраля. 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 наблюдалась практически на всех мировых рынках. А после неожиданного первого решения ФРС США о снижении базовой ставки на 0.5 п. п., до 1–1.25%, позитивная динамика цен ОФЗ

ускорились. Впрочем, 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+ привела к очередному падению нефтяных цен и ослаблению рубля, что вызвало новое снижение цен ОФЗ и рост их доходности до уровня трехмесячной давности (по 10-летним ОФЗ до 6.6% годовых против минимумов этого года 5.9% годовых). Разрыв сделки ОПЕК+ и присвоение эпидемии COVID-19 статуса пандемии вывели доходности на отметки годовой давности — около 8.5% и 8.7% годовых по 10-летнему и самому долгосрочному (с погашением в марте 2039 года) выпускам.

Рубль под давлением, но при поддержке регулятора. С начала марта национальная валюта оказалась под серьезным дополнительным давлением в связи с крупнейшим в истории падением цен на углеводороды. Котировки фьючерса на нефть марки Brent в отдельные дни марта опускались ниже \$25 за баррель, а в апреле — до \$15 за баррель на фоне опасений переполнения хранилищ из-за сокращения мирового спроса. При этом падение нефтяных цен происходило и после заключения новой сделки ОПЕК+, а также поддержки решения о сокращения добычи нефти со стороны других стран, добывающих углеводородное сырье. По данным Минфина РФ, средняя цена на нефть марки Urals в апреле 2020 года сложилась в размере \$18.22 за баррель, что в 3.9 раза ниже, чем в апреле 2019 года (\$71.54 за баррель).

На этом негативном фоне курс доллара к рублю в течение некоторых торговых сессий в середине марта переходил отметку 80 рублей, а в остальном колебался внутри относительно узкого коридора 78–79 рублей, чутко реагируя на изменения нефтяных котировок. Поддержку рублю, несомненно, оказало увеличение с 19 марта объема продаж валюты Банком России с целью компенсировать непоступление валютной выручки в случае снижения нефтяных котировок Urals ниже уровня \$25 за баррель. Ежедневно в третьей декаде марта продажи валюты были увеличены до 13.3–13.7 млрд рублей, в то время как с 10 по 18 марта Банк России продавал валюту на сумму в пределах 3–7.7 млрд рублей. Таким образом, в марте Банк России продал валюту на общую сумму 159.03 млрд рублей, из которых около 79% пришлось на продажи с 19 марта. Пик продаж валюты (23 млрд рублей) пришелся на начало третьей недели



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

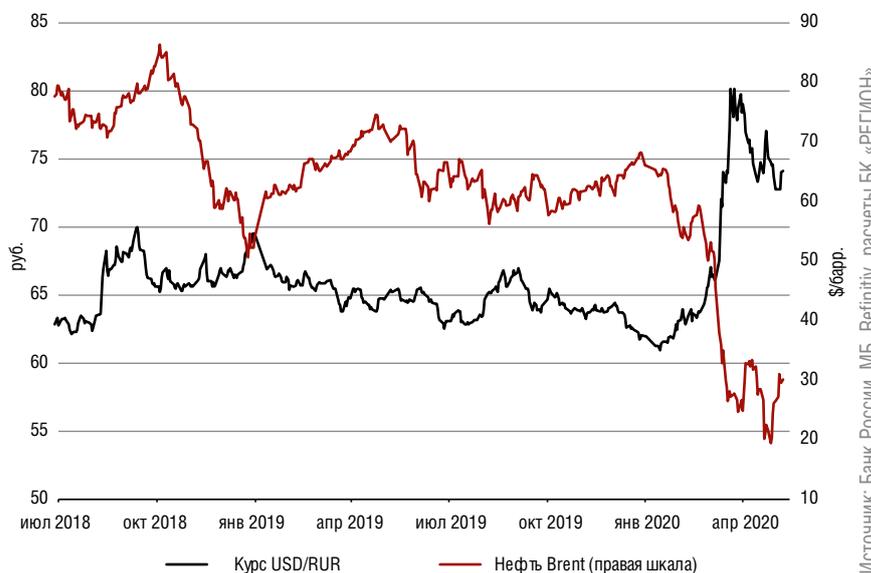
апреля. Затем объем продаж валюты был снижен до 20.1–20.2 млрд рублей в день, а 6 мая — до 18.6 млрд рублей. Таким образом, с начала апреля объем продаж Банком России валюты составил 362.7 млрд рублей. В результате к началу мая курс доллара вернулся на уровень 73–74 рубля.

Операции нерезидентов как один из факторов, определяющих ситуацию на рынке ОФЗ.

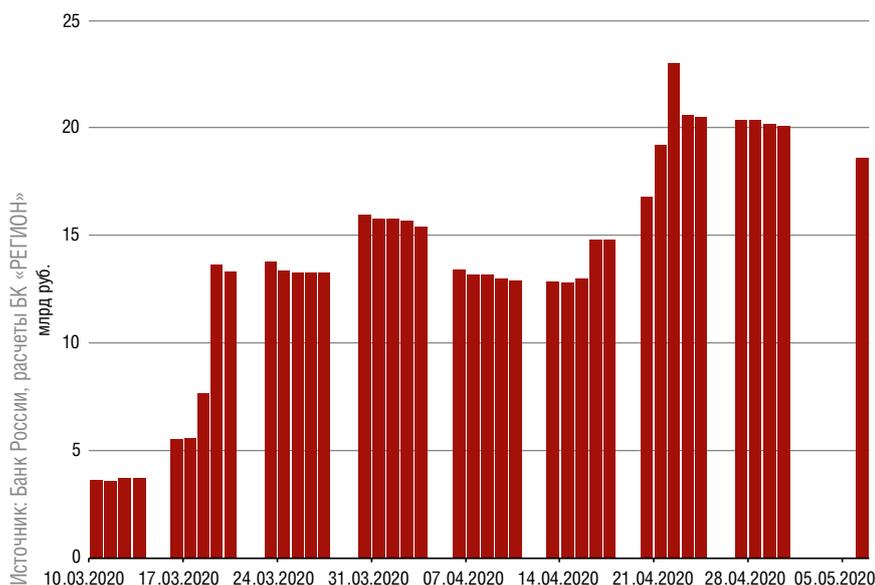
По состоянию на 1 марта 2020 года объем вложений нерезидентов достиг очередного абсолютного максимума за всю историю рынка, при этом прирост вложений год к году составил 1.271 трлн рублей (+66.4%), а их доля выросла на 9% — до 34.9%. Номинальный объем гособлигаций, принадлежащих нерезидентам, на 1 марта составил 3.185 трлн рублей при общем объеме рынка ОФЗ 9.128 трлн рублей.

После активных продаж ОФЗ в марте, объем которых, по данным Банка России,

Рисунок 1
Динамика доходности
10-летних ОФЗ



Источник: Банк России, МБ, Refinitiv, расчеты БК «РЕГИОН»

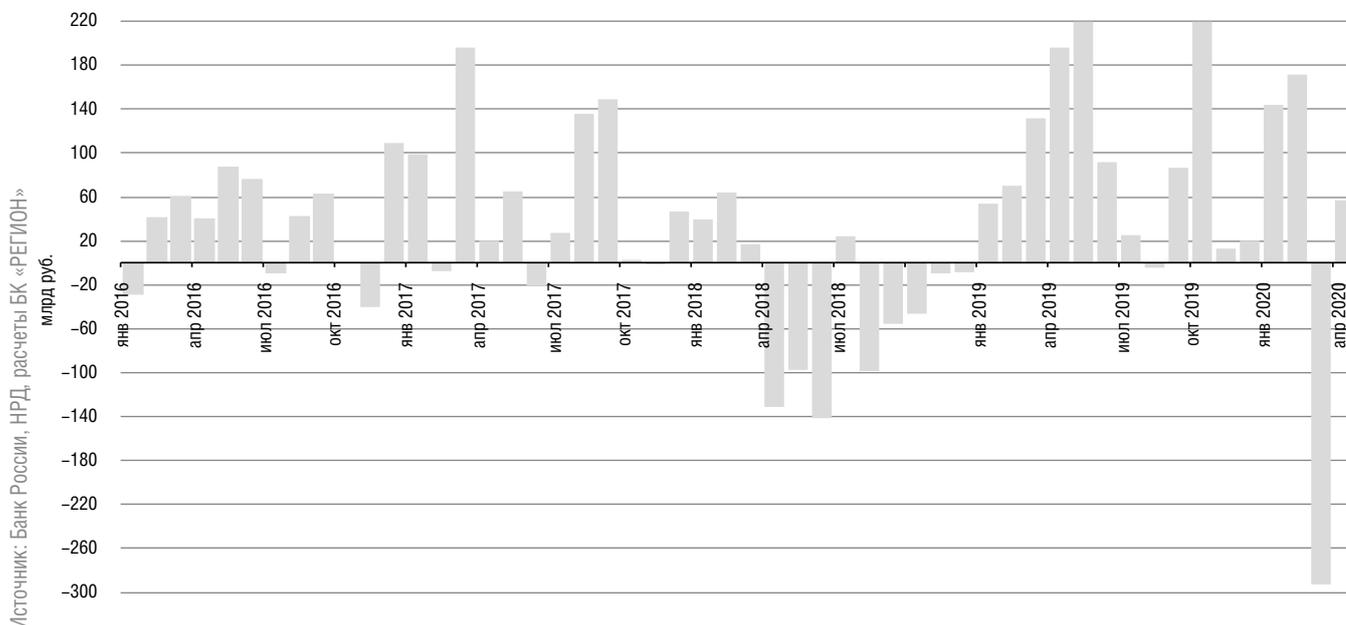


Источник: Банк России, расчеты БК «РЕГИОН»

Рисунок 3
Объем продаж валюты Банком России

стал рекордным за всю историю и составил 293 млрд рублей, и снижения вложений до 2892 млрд рублей, или до 31.7% (–3.2% за месяц), настроения нерезидентов в апреле несколько улучшились, если судить по результатам их ежедневных операций и остаткам на их счетах, данные о которых публикует НРД. По нашим расчетам на основе данных НРД, с начала апреля объем вложений в ОФЗ нерезидентов вырос на 56.908 млрд рублей и по итогам торгов 30 апреля составил 2897 млрд рублей, а их доля снизилась на 0.55 п. п., до 32.11%. При этом более 93% прироста объема вложений приходится на выпуск ОФЗ-ПД 26229, а основные вложения были реализованы на аукционах.

Рисунок 4
Изменение вложений нерезидентов в ОФЗ



Источник: Банк России, НРД, расчеты БК «РЕГИОН»

Политика Минфина поддержала рынок ОФЗ. Минфин России в условиях повышенной волатильности на финансовых рынках принял решение о непроведении аукционов по размещению ОФЗ в целях содействия процессу стабилизации рыночной ситуации. 10 марта было объявлено, что в целях избежания избыточного давления на долговой рынок и с учетом наличия необходимых финансовых ресурсов для выполнения текущих бюджетных обязательств проведение аукционов по размещению ОФЗ приостанавливается на период до стабилизации рыночной ситуации.

Аукционы по размещению ОФЗ после месячной «мартовской паузы» проходили с рекордно высоким спросом инвесторов. В ходе последних (на момент написания этой статьи) аукционов, состоявшихся 29 апреля 2020 года, спрос составил более 189.4 млрд рублей. Было размещено ОФЗ на общую сумму около 134.1 млрд рублей, что стало третьим результатом за всю историю рынка после (в апреле и мае 2019 года были зафиксированы максимальные объемы продаж — 137.14 и 134.75 млрд рублей соответственно). При этом о достаточно высокой лояльности заявок инвесторов свидетельствуют высокие доли удовлетворения, которые составили на аукционе по среднесрочному выпуску более 93%, а по краткосрочному — около 59% (в целом по двум выпускам — более 71%). При этом «премия» по доходности на аукционах составила всего около 2–4 б. п. к уровню вторичного рынка.

Инфляция и денежно-кредитная политика Банка России. Инфляция, которая со второй половины 2019 года была основным драй-

вером снижения ключевой ставки Банком России и роста цен на рублевом долговом рынке, по итогам января и февраля продолжила снижаться, составив 2.4% и 2.3% соответственно. Однако уже в марте и апреле на фоне дефицита отдельных товаров в результате роста спроса инфляция ускорилась до 0.6% и 0.8% в месяц и до 2.5% и 3.1% год к году соответственно.

Крайне важным событием для долгового рынка было мартовское заседание Банка России, по итогам которого ключевая ставка была сохранена на уровне 6%. 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.

Не менее важным для поддержки рынка ОФЗ стало апрельское решение Банка России о снижении ключевой ставки на 50 б. п., до 5.5%. В последующем пресс-релизе Банка России было отмечено, что ситуация кардинально изменилась с момента заседания совета директоров в марте. Для борьбы с пандемией коронавируса существенные ограничительные меры введены и в мире, и в России, что негативно отражается на экономической активности. Это создает значительное и продолжительное дезинфляционное влияние на динамику цен со стороны совокупного спроса, что компенсирует эффекты временных проинфляционных факторов, в том числе связанных с падением цены на нефть. При этом ситуация на глобальных финансовых рынках стабилизировалась после периода особенно высокой волатильности в марте. Банк России пересмотрел базовый сценарий прогноза и переходит в область мягкой денежно-кредитной политики. По прогнозу Банка России, с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция составит 3.8–4.8% по итогам 2020 года и стабилизируется вблизи 4% в дальнейшем.

Рынок облигаций позитивно встретил решение Банка России о снижении ключевой ставки на 50 б. п. При этом, учитывая, что такое решение уже было заложено в котировках, снижение доходности после заседания Банка России составило всего 9 б. п.

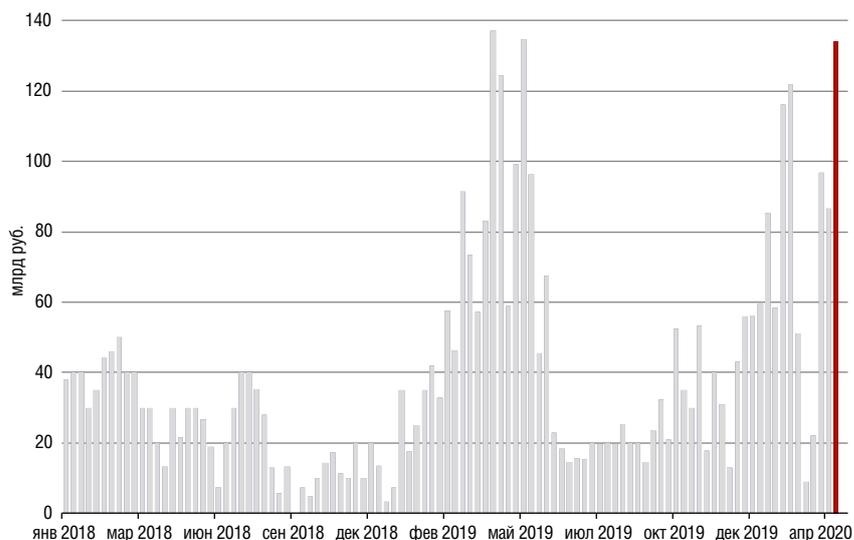


Рисунок 5
Еженедельные объемы размещения

в среднем по рынку ОФЗ до 14–30 б. п. по отдельным кратко- и среднесрочным бумагам. Доходность по облигациям с дюрацией до 4 лет опустилась ниже минимальных уровней февраля 2020 года, а ставки более долгосрочных выпусков остановились в спреде 5–10 б. п. до локальных минимумов. С начала последней недели апреля и в начале мая дневная динамика цен была разнонаправленной, приобретая в целом боковой тренд. Вместе с тем в пятницу, 8 мая, на очередной пресс-конференции главы Банка России было заявлено, что для поддержки экономики страны не исключается дальнейшее снижение ключевой ставки и даже возможно увеличение шага снижения до 100 б. п. В результате по итогам торгов 8 мая доходность коротких выпусков (со сроком обращения до 7 лет) опустилась ниже минимальных уровней февраля, а более долгосрочные выпуски практически вышли на этот уровень.

В рамках политики мировых центробанков.

Нельзя не отметить, что продолжающиеся в марте — апреле 2020 года 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 около 10.5% ВВП, в Германии — 32.3%, Великобритании — 15%, Франции — 13.8%, Сингапуре — 11.0%, Японии — 20%. В России общий объем фискальной поддержки граждан и бизнеса в условиях пандемии коронавируса Минфин оценил в 6.5% ВВП. Решения по ставкам ряда центральных банков, принятые после внеочередного заседания ФРС США, представлены в Таблице 1. Кроме того, 23 марта

■ ■ ■
НАСТРОЕНИЯ
НЕРЕЗИДЕНТОВ
В АПРЕЛЕ НЕСКОЛЬКО
УЛУЧШИЛИСЬ,
ЕСЛИ СУДИТЬ
ПО РЕЗУЛЬТАТАМ ИХ
ЕЖЕДНЕВНЫХ ОПЕРАЦИЙ
И ОСТАТКАМ НА СЧЕТАХ

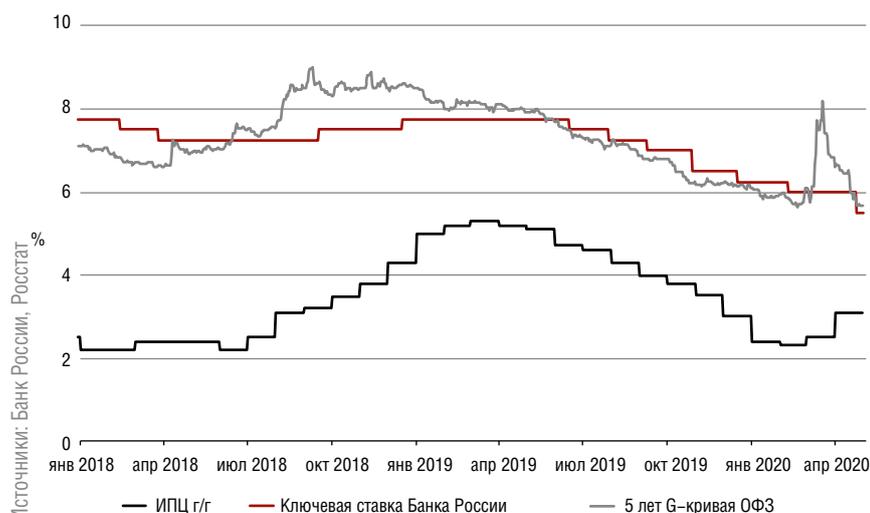


Рисунок 6
Годовая инфляция
и ключевая ставка
Банка России

Таблица 1
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 | -1.0 | 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 |
| Венгрия | 07.04.2020 | без изменений | 0.90 |
| Польша | 08.04.2020 | -0.50 | 0.50 |
| Южная Корея | 09.04.2020 | без изменений | 0.75 |
| Индонезия | 14.04.2020 | без изменений | 4.50 |
| Канада | 15.04.2020 | без изменений | 0.25 |
| Турция | 22.04.2020 | -1.00 | 8.75 |
| Мексика | 22.04.2020 | -0.50 | 6.00 |
| Россия | 24.04.2020 | -0.5 | 5.50 |
| Япония | 27.04.2020 | без изменений | -0.10 |
| Венгрия | 28.04.2020 | без изменений | 0.90 |
| США | 29.04.2020 | без изменений | 0.25 |
| Бразилия | 07.05.2020 | -0.75 | 3.00 |
| Чили | 07.05.2020 | без изменений | 0.50 |

ФРС США объявила о том, что не ограничивает программу количественного смягчения каким-либо объемом и будет выкупать столько гособлигаций и ипотечных бумаг, сколько потребуется (ранее размер QE был установлен на уровне \$700 млрд). Также ФРС США объявила о запуске нескольких новых программ кредитования объемом \$300 млрд, в том числе выкуп корпоративных бондов.

Одновременно ЦБ РФ ввел ряд регуляторных послаблений для компаний

финансового сектора, предприняв уже несколько пакетов мер. **Банкам** были даны послабления в части ипотечного кредитования, реструктуризации кредитов, выданных компаниям наиболее пострадавших отраслей, безотзывных кредитных линий, программ кредитования компаний МСБ, а также по расчету банками обязательных нормативов и предоставлению отчетности. **Некредитным финансовым организациям** (профучастники рынка ценных бумаг, УК, НПФ, субъекты страхового дела, МФО и т. д.) в период до конца текущего года регулятор смягчил порядок учета долговых и долевого бумаг: акции и облигации, приобретенные до 1 марта 2020 года, учитываются по справедливой стоимости на 1 марта, облигации, приобретенные в период с 1 марта по 30 сентября 2020 года, учитываются по стоимости на дату приобретения.

ЦБ РФ разрешил **негосударственным пенсионным фондам** (НПФ) также переклассифицировать их инвестиционные вложения, как ранее банкам в 2008 и 2014 годах. То есть фонды могут перевести в портфель «до погашения» часть облигаций из торговых портфелей. Также НПФ даны отсрочки послабления в части проведения стресс-тестирования.

Вместо заключения. Рынку ОФЗ потребовалось около месяца для достижения максимального уровня доходности, который в среднем на 2.5% превышал минимум текущего года. В то же время для возвращения на исходные позиции потребовалось около полутора месяцев. Если проанализировать кризисную ситуацию 2018 года, то негативный фон и рост ставок продолжался около 5 месяцев. При этом рост ставок составил также порядка 2–2.5%. Однако для возвращения на прежний уровень тогда потребовалось около 1 года. Во время мирового кризиса 2008-го и введения антироссийских санкций в 2014 году рынок ОФЗ реагировал более бурно: рост ставок достигал 9–10%, а период снижения и восстановления цен составлял порядка 1 года и 1,5–2 лет соответственно.

Таким образом, несмотря на крайне неблагоприятные условия, рынок ОФЗ продемонстрировал относительно высокую устойчивость и способность быстрого восстановления, благодаря прежде всего стабильному финансовому состоянию страны в целом и банковской системы в частности, а также благодаря беспрецедентным мерам поддержки экономики и финансовых рынков со стороны органов монетарной власти, проводимой денежно-кредитной политике и политике государственного заимствования.