



Александр Ермак, aermak@region.ru
Юлия Гапон, gaпон@region.ru

Второй квартал: под давлением инфляции и ужесточения ДКП

ОБЗОР РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ В I ПОЛУГОДИИ 2021Г.

Во втором квартале внешние факторы давления отошли на второй план, а основной воздействующей на локальный рынок долга силой стала денежно-кредитная политика (ДКП) Банка России.

Основные внешние и внутренние факторы апреля-июня 2021г.

Основные внешние факторы

- ✓ **COVID – 19.** Риски, связанные с распространением новых волн заболевания и проблемами массовой вакцинации, по-прежнему актуальны, однако во втором квартале текущего года имели ограниченное влияние на финансовые рынки.
- ✓ **Геополитические риски.** Геополитика по-прежнему играет важную роль в формировании настроений инвесторов к российским активам, особенно после прихода к власти новой администрации в США. Тем не менее, во втором квартале геополитические риски не вышли на первый план даже после введения очередных санкций к первичным размещениям ОФЗ. Реакция в госбумагах была кратковременной. Вероятность нормализации отношений между Россией и США выросла, хотя санкционная повестка уже после июньской встречи Путина и Байдена снова стала актуальна.
- ✓ **Ужесточение ДКП в США.** Неожиданная «ястребиная» риторика на июньском заседании ФРС после длительного периода исключительно стимулирования экономики дала однозначный сигнал инвесторам о скором ужесточении ДКП. Повысив прогноз инфляции на 1% до 3,4%, регулятор заложил 2 повышения ставки уже к 2023 году (мартовский прогноз не предполагал ее повышения до 2024 года). Ужесточение ДКП со стороны ФРС приведет к росту доходности UST и последующей переоценке ставок по долговым инструментам.
- ✓ **Цены на нефть.** Уже в 1 квартале котировки нефти вернулись к до-пандемийным уровням, а второй квартал стал еще более удачным. Блокирование Суэцкого канала, решения ОПЕК+, рост спроса в США и Китае, позитивная статистика по запасам стали поддерживающими факторами для нефтяного рынка, в результате которых стоимость 3-х месячного фьючерса на нефть марки «Brent» поднялась на 18% до 75 долл. США за баррель.

Основные внутренние факторы

- ✓ **Ускорение темпов роста инфляции.** По итогам января-июня 2021г. инфляция выросла на 1,6% и достигла 6,52% в годовом выражении (в мае и апреле инфляция составила 6,0% и 5,5% годовых). Банк России повысил прогноз по инфляции в РФ в 2021г. до 4,7-5,2%. По прогнозу регулятора, «годовая инфляция вернется к цели Банка России в середине 2022 года и будет находиться вблизи 4% в дальнейшем». При этом в этом году величина таргета по инфляции впервые за пять лет может быть пересмотрена.
- ✓ **Ужесточение ДКП.** Банк России, заявив на февральском заседании о завершении цикла смягчения ДКП, начал реализацию новой политики уже на мартовском заседании, когда ключевая ставка была повышена на 0,25 п.п. до 4,50%. На последующих апрельском и июньских заседаниях - еще по 50 б.п. Кроме этого, Банк России, принимая решение по ставке в июле, будет выбирать из вариантов ее повышения в диапазоне от 25 до 100 б.п., т.е. ставка может составить 5,75-6,5%. В ценах ОФЗ на начало июля было заложено повышение не менее чем на 25 б.п.



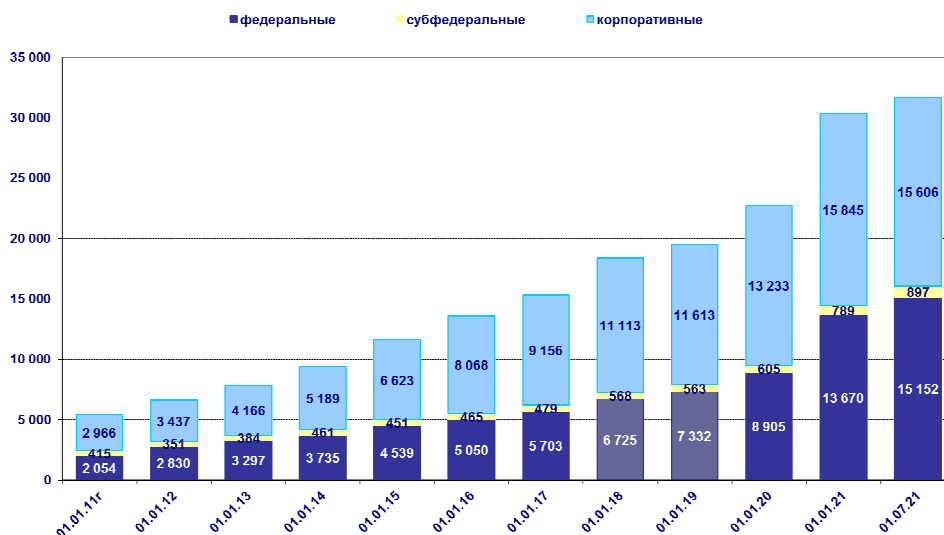
- ✓ **Политика заимствования Минфина РФ на рынке ОФЗ.** В 2021г., согласно бюджету, Минфин РФ планировал привлечь ОФЗ на сумму 3,65 трлн руб., но с учетом корректировки планируемый объем размещения был снижен до 2,775 трлн руб. План на второй квартал, как и на первый, установленный в объеме 1 трлн руб., также не выполнен, но при этом объем размещений во втором квартале превысил на 10,8% план первого квартала. Несмотря на неисполнения планов первых двух кварталов скорректированный годовой план был исполнен на 58,8%. План на третий квартал установлен в размере 0,7 трлн руб.



Объем и структура рынка рублевых облигаций

На 1 июля 2021г. рынок рублевых облигаций составляет около 31,655 трлн руб., что на 4,5% выше показателя начала года. При этом единственным сегментом, который показал снижение (-1,5%) был рынок корпоративных облигаций, объем которого составил 15,606 трлн руб. Объем федеральных и субфедеральных облигаций вырос на 10,8% и 13,6% до 15 512 и 986,7 млрд руб. соответственно.

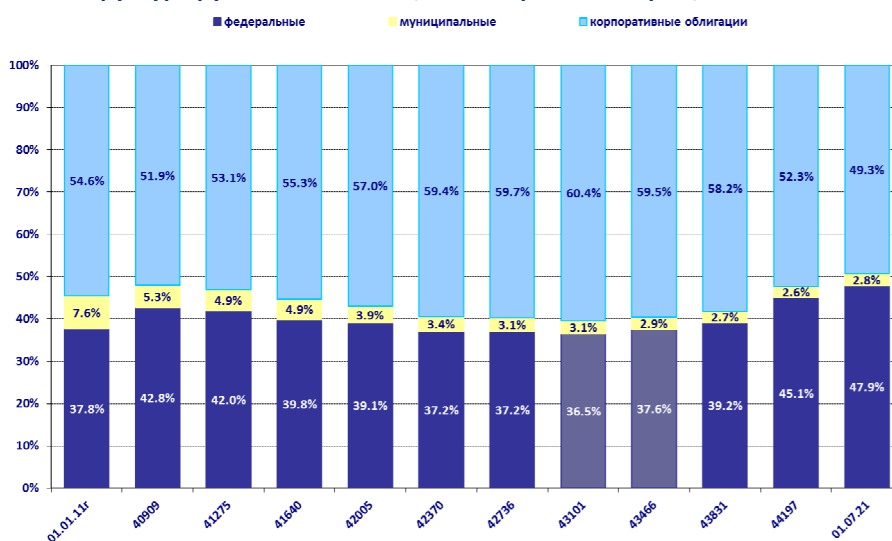
Объем рублевого облигационного рынка в обращении, млрд руб.



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Доля ОФЗ продолжила рост и составила на конец первого полугодия 47,9% против 45,11% и 39,15% в начале 2021 и 2020 годов. Доля субфедеральных облигаций выросла до 2,8% против 2,60% и 2,66% на начало 2021 и 2020 годов, показав рост впервые за последние 10 лет, в течение которых сохранялась устойчивая тенденция снижения доли после того, как на начало 2010г. был зафиксирован рост до 9,35%. При этом доля корпоративных облигаций впервые с 2009г. опустилась ниже уровня в 50%, составив 49,3%.

Структура рублевого облигационного рынка в обращении, %

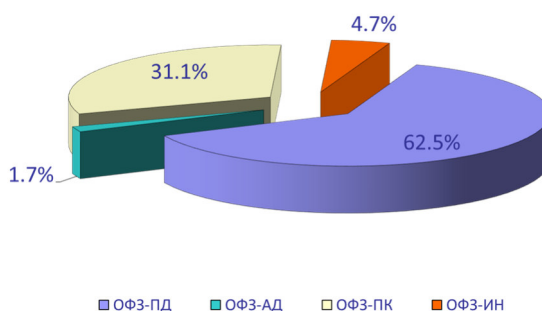


Источник: расчеты БК «РЕГИОН»



На рынке государственных облигаций основную долю около 62,5% занимают облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД), которая по итогам первого полугодия увеличилась на 2,8%, после снижения на 13,4 п.п. по итогам 2020 года в целом. Продолжается снижение (на 0,4 п.п.) доли облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД), которая составила 1,7%. Доля ОФЗ-ПК, аукционы по которым в этом году не проводились, снизилась с начала года на 3,2 п.п. до 31,1% после роста на 15,2 п.п. по итогам 2020г. в целом, благодаря активному предложению этих бумаг Минфином РФ на первичных аукционах в третьем - четвертом кварталах прошлого года, на долю которых пришлось порядка 81- 87% от общего объема. Около 4,7% (+0,4 п.п. с начала года) рынка занимают облигации федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН).

Структура рынка федеральных облигаций

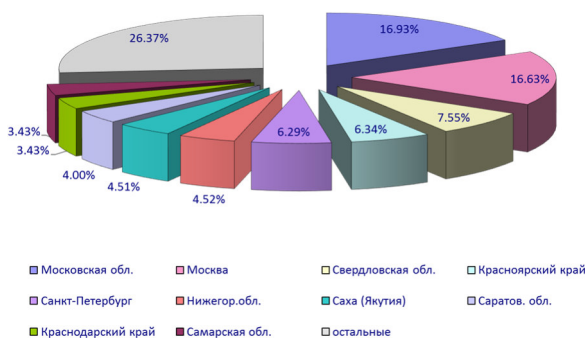


Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Кроме того, на 1 июля 2021г. на счетах физических лиц лежали **ОФЗ-н** четырех выпусков на общую сумму 33,123 млрд руб., которая выросла за второй квартал на 6,192 млрд руб. (+23%), но снизилась с начала года на 6,664 млрд руб., в т.ч. за счет полного погашения одного выпуска и частичного досрочного погашения по трем выпускам. Продолжилось начавшееся в январе т.г. размещение выпуска ОФЗ-н 53007, объем в обращении которого составил на конец второго квартала т.г. 10,246 млрд руб. (68,1%) из объявленных 15 млрд руб. по номинальной стоимости.

На рынке субфедеральных и муниципальных облигаций, обращающихся на МБ, на конец первого полугодия 2021 года было представлено 117 выпусков долговых ценных бумаг 43 регионов - эмитентов, а также 10 выпусков 5 органов местной власти.

Структура рынка субфедеральных и муниципальных облигаций, % от общего объема



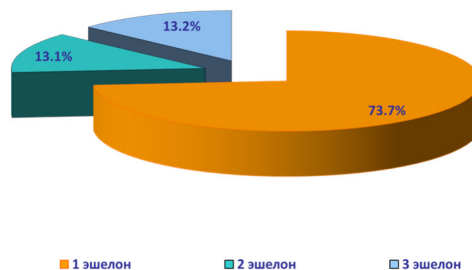
Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»



Первое место на рынке сохранила Московская область, объем облигаций в обращении которой составляет 148 млрд руб. или 16,93% от общего объема рынка субфедеральных облигаций. Второе место заняла Москва, объем облигаций которой составил 1435,353 млрд руб. или 16,63% от общего объема. Замыкает «тройку лидеров» Свердловская область (66 млрд руб. или 7,55%). На долю регионов, занимающих с 4 по 10 места, приходится от 6,3% до 3,4% рынка. При этом первая десятка регионов занимает порядка 73,6% рынка субфедеральных облигаций.

По нашим оценкам, доля облигаций региональных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) выросла до 73,7% с 61,6% в начале года, в первую очередь, за счет размещения облигаций Москвы. Доля облигаций второго и третьего эшелонов составила 13,1% и 13,2% против 18,7% и 19,7% в начале года соответственно.

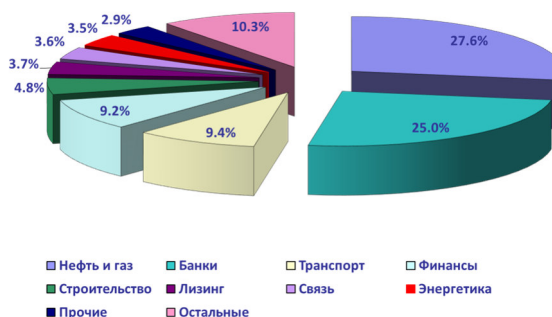
Эшелонированность рынка субфедеральных облигаций, % от общего объема



Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»

На рынке корпоративных облигаций на конец 1 полугодия 2021г. в обращении на Московской бирже находилось 1842 выпуска 355 эмитентов. Максимальную долю на рынке по-прежнему сохраняет нефтегазовый сектор с объемом 3,763 трлн руб. или 27,3%. На втором месте с долей рынка 25,0% находятся банковские облигации общим объемом 3,413 трлн руб. Еще порядка 9,2% и 3,7% (4 и 6 места) занимают облигации финансовых (в т.ч. ипотечные облигации) и лизинговых компаний соответственно. Реальная экономика представлена транспортным сектором (3-е место, 9,4%), строительством (5-е место, 4,8%), связью (3,6%), энергетикой (3,5%), торговлей (2,7 %). На долю остальных отраслей приходится 10,6% рынка, при этом максимальная доля не превышает 2,3%.

Отраслевая структура рынка корпоративных облигаций, % от общего объема

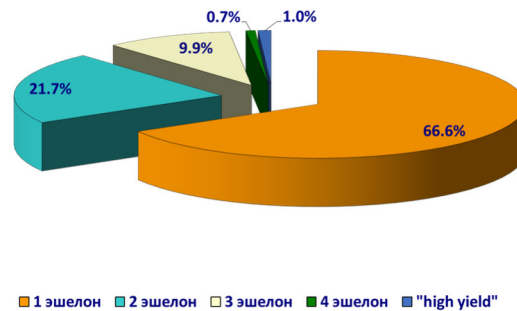


Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН».



Доля облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством), по нашим оценкам, составила 66,6% против 63,8% на начало 2021 года от суммарного объема рынка соответственно. Доля облигаций второго эшелона составляет, по нашим оценкам, 21,7% (22,8% на начало года), третьего эшелона – 9,9% (10,9% на начало года) и 4-го эшелона -0,7%. На конец первого полугодия 2021г. в обращении на рынке находилось 193 выпуска высокодоходных облигаций (ВДО) 99 эмитентов на общую сумму порядка 137,3 млрд руб. по номинальной стоимости, а их доля составила 1,1% против 0,8% на начало года.

Эшелонированность рынка корпоративных облигаций, % от общего объема



Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Крупнейшими эмитентами корпоративных облигаций являются: НК Роснефть (с долей 21.7% против 24,7% в начале года), РЖД (8,1% против 7,8%), Сбербанк (6,5% против 5,7%) Дом.РФ и Дом.РФ ИА (5,7% против 4,5%), ВЭБ.РФ (3,8% против 3,0%). На долю 30 крупнейших корпоративных эмитентов приходится порядка 76,8% против 74,2% на начало года.

Крупнейшие эмитенты на рынке корпоративных облигаций, % от общего объема

№ п.п.	Эмитент	Объем в обращении, млн руб.	Доля рынка, %	Количество выпусков
1	НК Роснефть	2 956 000.0	21.7%	40
2	РЖД	1 110 200.0	8.1%	55
3	Сбербанк	884 385.7	6.5%	350
4	Дом.РФ ИА	558 762.0	4.1%	31
5	ВЭБ.РФ	518 108.1	3.8%	32
6	ВТБ	417 666.0	3.1%	135
7	Газпромбанк	292 218.1	2.1%	37
8	Россельхозбанк	263 658.7	1.9%	42
9	ГТЛК	250 032.1	1.8%	28
10	ФСК ЕЭС	236 000.0	1.7%	19
11	Газпром, Газпром Капитал	235 000.0	1.7%	15
12	ОТКРЫТИЕ ХОЛДИНГ	232 973.0	1.7%	15
13	ГСП-Финанс	231 200.0	1.7%	3
14	ДОМ.РФ	222 100.0	1.6%	23
15	Газпром нефть	195 000.0	1.4%	13
16	Транснефть	194 000.0	1.4%	12
17	АФК Система	184 700.0	1.4%	19
18	МТС	179 000.0	1.3%	18
19	АЛЬФА-БАНК	173 900.0	1.3%	23
20	Росбанк	131 125.0	1.0%	22



21	Концерн РОССИУМ	130 000.0	1.0%	8
22	Ростелеком	125 000.0	0.9%	11
23	Банк ФК Открытие	121 850.8	0.9%	22
24	ИКС 5 ФИНАНС	120 000.0	0.9%	16
25	Башнефть	115 000.0	0.8%	16
26	Магнит	90 000.0	0.7%	8
27	ЕвроХим	87 000.0	0.6%	6
28	СУЭК-Финанс	81 000.0	0.6%	4
29	Роснано	71 580.0	0.5%	9
30	Промсвязьбанк	70 143.3	0.5%	8

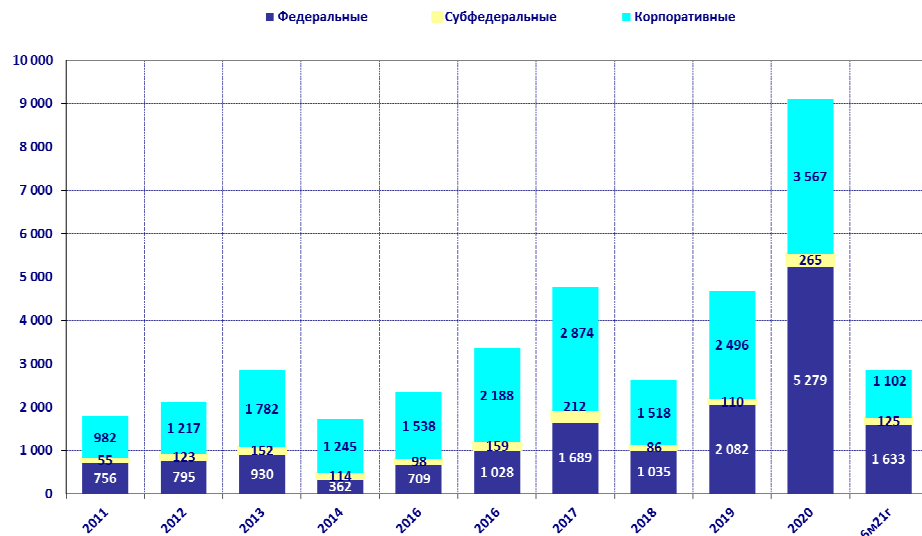
Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»



Основные показатели первичного рынка

Объем первичных размещений рублевых облигаций по итогам первого полугодия 2021г. составил, по нашим оценкам, около 2 859,7 млрд руб., что на 1,6% выше показателя за аналогичный период предыдущего года. При этом первичный рынок ОФЗ показал рост в размере 1,6%, а рынок корпоративных облигаций снижение на 4,1%. На рынке субфедеральных облигаций рост размещений составил 118% (за счет низкой базы 2020г.).

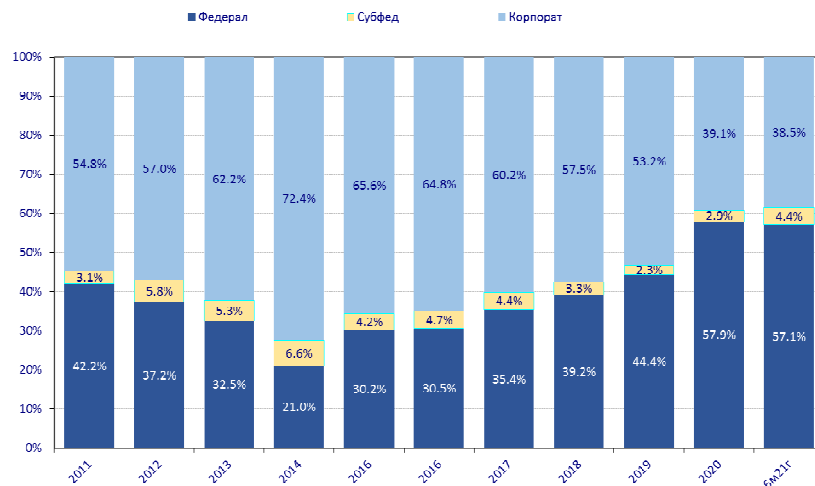
Объем первичного размещения облигаций в 2011–2021гг., млрд руб.



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

На долю ОФЗ пришлось 57,1% от общего объема размещений (57,9% по итогам прошлого года), на долю корпоративных и субфедеральных облигаций – 38,5% и 4,4% (39,1% и 2,9% по итогам прошлого года) соответственно. В прошлом году впервые за последние 10 лет объем размещения государственных облигаций превысил объем корпоративных облигаций, а в первом полугодии 2021г. их доля незначительно снизилась, в т.ч. за счет увеличения доли субфедеральных облигаций.

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



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



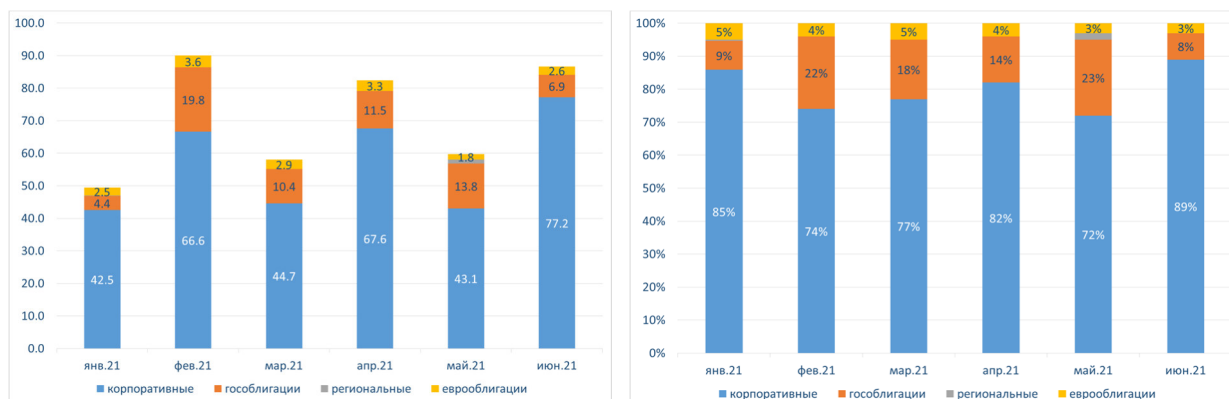
По данным Московской биржи **физические лица** по итогам первого полугодия 2021г. вложили в облигации 426,9 млрд руб., что составляет 69,2% от вложений за 2020г. в целом. При этом, доля вложений в рублевые облигации, по нашим оценкам, увеличилась вдвое, составив 14% против 7% в 2020г. При этом на долю физлиц пришлось 4,1% от общего объема размещения ОФЗ в первом полугодии 2021г. Максимальную долю (77,66% или 153,8 млрд руб.) во вложениях физлиц занимают корпоративные облигации. Физлицами было приобретено 31,0% от общего объема корпоративных облигаций, размещенных в 1 полугодии 2021г., и 1,1% от объема размещенных субфедеральных облигаций.

Вложения физических лиц в облигации на МБ

млрд. руб.	2020г.		1Q 2021		2Q 2021	
Облигации, всего	617.0	100.00%	198.0	100.00%	228.9	100.00%
корпоративные	546.0	88.50%	153.8	77.66%	187.8	82.04%
гособлигации	40.1	6.50%	34.6	17.47%	32.2	14.08%
региональные	6.2	1.00%	0.2	0.08%	1.2	0.52%
евроблигации	24.7	4.00%	9.0	4.55%	7.7	3.36%

Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Объемы и структура вложений физических лиц в облигации на МБ в 1 полугодии 2021г.



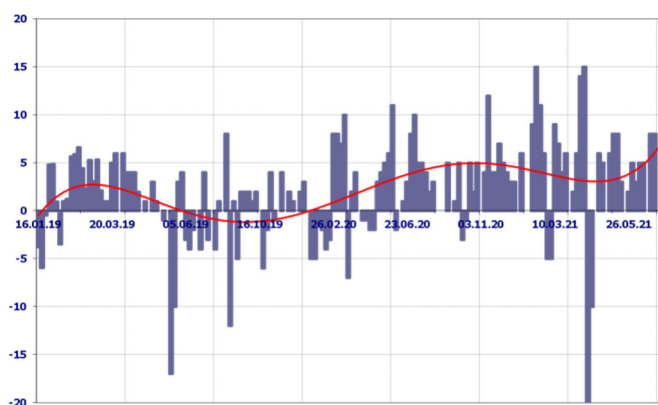
Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

После того, как план заимствования в первом квартале был исполнен на 77,4%, размещения в начале апреля проходили крайне успешно для Минфина РФ: по итогам первых двух аукционных дней план заимствования на второй квартал, который был установлен на уровне 1 трлн руб. (как и в первом квартале) был исполнен более чем на 47%. При этом на аукционах 14 апреля общий спрос превысил 510 млрд руб., став рекордным показателем за всю историю, а объем размещения – более 380 млрд руб., став третьим показателем. Размещения проходили на фоне крайне высокой волатильности на вторичном рынке, связанной с утечкой информации о новых санкциях со стороны США, которые должны были затронуть внутренний российский госдолг. Новые санкции со стороны США, которые запрещают американским финансовым институтам с 14 июня т.г. приобретать ОФЗ на аукционах, были объявлены на следующий после «рекордного» аукциона день.

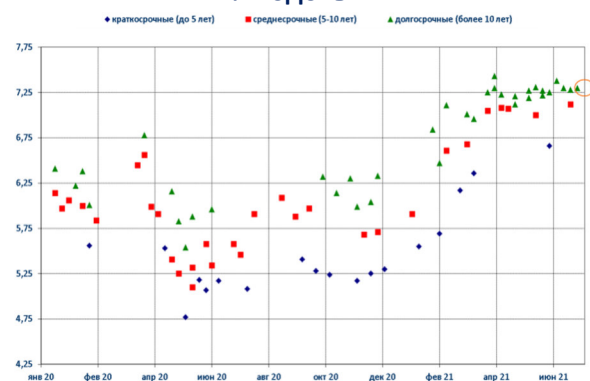
Минфин РФ достаточно оперативно отреагировал на данные санкции: 15 апреля было заявлено, что объем государственных внутренних заимствований в 2021 году будет сокращен на 875 млрд руб. за счет использования свободных остатков средств, сформированных по итогам исполнения федерального бюджета в 2020 году. Таким образом, скорректированный годовой план может составить 2,775 трлн руб., который на тот момент был исполнен на 45,94%. Кроме того, Минфин РФ заявил, что в целях минимизации рисков вынужденных продаж государственных ценных бумагам со стороны отдельных категорий иностранных инвесторов размещение государственных облигаций после 14 июня 2021 года будет производиться посредством эмиссии новых выпусков ценных бумаг с прекращением

доразмещений ОФЗ, выпуски которых были зарегистрированы ранее указанной даты. На текущий момент неразмещенный остаток составляет порядка 1,428 трлн руб. по номинальной стоимости. При этом около 31,4% приходится на облигации со сроком обращения до 5 лет, около 42,6% - на облигации со сроком обращения 5-10 лет и около 26,0% - со сроком обращения более 10 лет. Среди «коротких бумаг», большую часть которых к размещению, очевидно, предлагать не будут, максимальную долю занимает один выпуск ОФЗ-ПД 25084 (248,5 млрд руб. или 17,4%). Среди «среднесрочных бумаг» максимальные доли занимают два выпуска ОФЗ-ПК 29016 (295 млрд руб. или 20,7% от общего объема) и 29020 (155,5 млрд руб. или 10,9%). Среди «долгосрочных бумаг» максимальную долю занимает один выпуск ОФЗ-ПД 26235 (161,9 млрд руб. или 11,3%). На оставшиеся 15 выпусков приходится порядка 39,7% от общего объема неразмещенных остатков. На долю выпусков ОФЗ-ПД приходится около 669,15 млрд руб. или 46,9% от неразмещенных остатков, а на долю ОФЗ-ПК – 692,15 млрд руб. или 48,5% и на долю ОФЗ-ИН – 66,8 млрд руб. или 4,7%.

Средняя «премия» по доходности, б.п



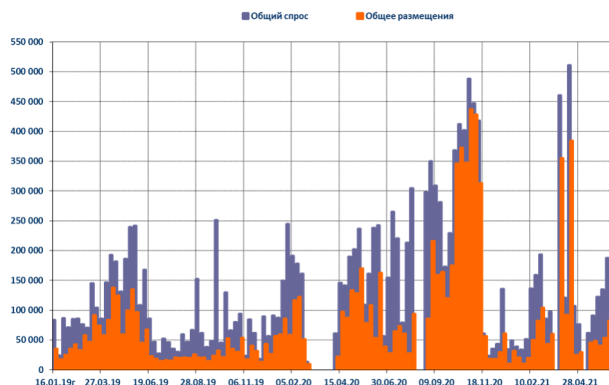
Доходность при размещении ОФЗ в 2019-2021г., % годовых



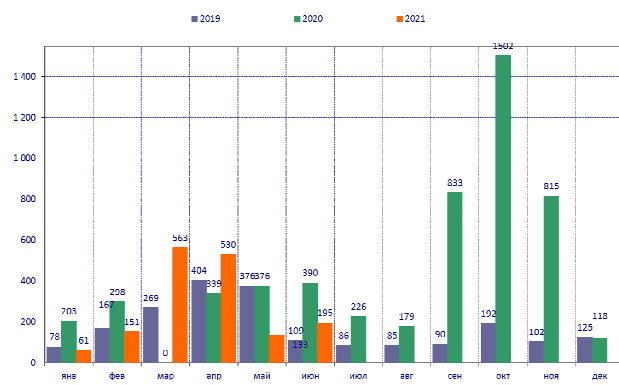
Источник: Минфин РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

При этом, начиная с третьей недели апреля Минфин резко поменял тактику заимствования, вернувшись к проведению аукционов с ограниченным предложением. К размещению предлагались преимущественно долгосрочные облигации (со сроком обращения более 10 лет), небольшое количество среднесрочных облигаций и практически отказались от размещения краткосрочных облигаций (до 5 лет).

Объемы спроса и размещения ОФЗ, млн руб.



Размещение ОФЗ ежемесячно, млн руб.

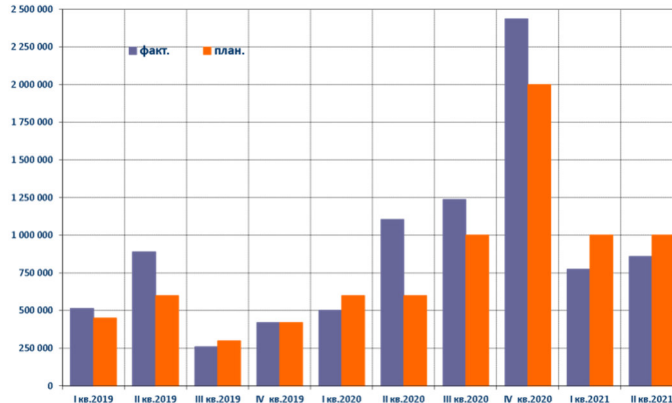


По итогам размещений двенадцати аукционных дней в апреле - июне т.г. Минфин РФ разместил гособлигации на общую сумму порядка 858,274 млрд руб., выполнив на 85,83% план привлечения на



рынке ОФЗ в II квартале 2021г., который был установлен на уровне 1 трлн руб. Таким образом, планы первого и второго кварталов не были исполнены в полном объеме, но при этом объем размещений во втором квартале превысил на 10,8% план первого квартала. Скорректированный годовой план, который может составить 2,775 трлн руб., по итогам двух кварталов исполнен на 58,84%.

Размещение ОФЗ поквартально, млн руб.



Источник: Минфин РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

В 2021г. размещения субфедеральных облигаций стартовали конце апреля с возвращения после долгого перерыва на рынок г. Москва. В целом за 2 квартал размещено облигаций на 125 млрд руб., что в 2,2 раза больше чем в 2 квартале 2020г. Наиболее активным месяцем стал май, когда состоялись 2 размещения общим объемом 76,5 млрд руб.

27 апреля 2021г. состоялись первые в текущем году размещения субфедеральных облигаций. **Город Москва** разместил по итогам аукциона по цене и в ходе вторичных торгов трехлетние облигации на общую сумму 35 млрд руб. с доходностью 6,73% годовых (при первоначальном ориентире 6,67-6,77% годовых) и спрэдом к G-кривой ОФЗ в размере 61 б.п

Томская область доразместила облигации обращающегося выпуска с погашением в июле 2027г. в объеме 3 млрд руб., который был снижен в ходе сбора заявок накануне с планируемых 5 млрд руб. Первоначальный ориентир по доходности составлял 8,10% годовых, по итогам сбора заявок доходность была установлена на уровне 8,00% годовых (спрэд к G-кривой ОФЗ 165 б.п.).

Сбор заявок инвесторов на 7-летний выпуск номинальным объемом 6,5 млрд руб. **Республики Саха (Якутия)** состоялся 12 мая. Эмитент установил ставку купона на уровне 7,25% против первоначального ориентира в диапазоне 7,4-7,8%. Данному уровню купонной ставки соответствует доходность к погашению 7,45% годовых (спрэд к G-кривой составил 93б.п. при дюрации 4,16г.). Техническое размещение запланировано на 17 мая 2021г.

Итоги размещения субфедеральных облигаций в 2021г.

Выпуск	Дата размещения	Дата погашения	Объем выпуска, млн. руб.	Объем размещ., млн. руб.	Спрос, млн. руб.	Купон, %	Доходность при размещении	Дюрация, лет	Спрэд к ОФЗ, б.п.	Рейтинги агентств Moody's / Fitch / АКРА / RAEX	межд. S&P's /
Томская обл., 35067*	27.04.21	23.07.27	5 000	3 000	-	6.70	8.00	3.63	165	-/-/BBB(RU)/ruBBB+	
г. Москва,	27.04.21	23.04.24	35 000	32 688	79 300	6.55	6.73	2.76	61	BBB-	

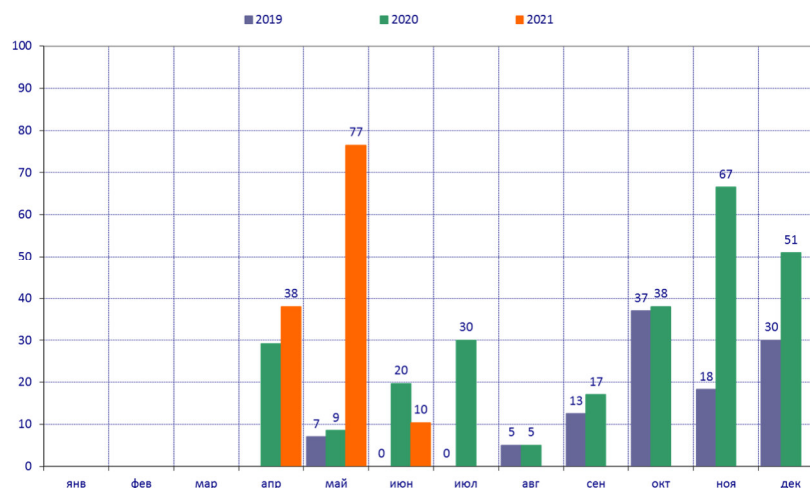
25072										/Baa3/BBB/AAA(RU)/-
г. Москва, 25072*	27.04.21	23.04.24	35 000	2 312	-	6,55	6,73	2,76	61	BBB- /Baa3/BBB/AAA(RU)/-
Саха (Якутия)	17.05.21	08.05.28	6 500	6 500	26 000	7,25	7,45	4,16	93	- / - / BBB- / - / ruAA-
г. Москва, 26074 (зеленые)	27.05.21	18.05.28	70 000	70 000	86 300	7,38	7,52	5,60	71	BBB- /Baa3/BBB/AAA(RU)/-
г. Москва, 25073	10.06.21	21.04.26	35 000	9 237	--	7,20	7,51	4,15	665	BBB- /Baa3/BBB/AAA(RU)/-

- - доразмещение

27 мая 2021г. **город Москва** первым из регионов разместил «зеленые» облигации номинальным объемом 70 млрд руб., срок обращения облигаций — с 27 мая 2021 (включительно) по 17 мая 2028 года (включительно), дата погашения облигаций — 18 мая 2028 года. Книга инвесторов была собрана по ставке купона 7,38%, т.е. по верхней границе индикативного диапазона купона 7,29-7,38% годовых. Установленной ставке соответствует доходность к погашению через 7 лет в размере 7,52% годовых или спрэду к кривой ОФЗ 71 б.п. при дюрации 5,6г.

На аукционе, состоявшемся 10 июня 2021г., **город Москва разместил** 5-летние облигации 73-й серии в объеме 9 млрд 236,884 тыс. руб. из планируемого объема в 35 млрд руб. Цена размещения составила 99,28% от номинала, доходность к погашению 7,51% годовых. Ориентир по доходности озвучивался департаментом финансов столицы на уровне - премия 55-65 базисных пунктов к 5-летним ОФЗ.

Ежемесячные объемы размещения субфедеральных облигаций, млн руб.



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Согласно бюджетам субъектов РФ в 2021 году запланировано привлечь на финансирование дефицита бюджетов порядка 890,297 млрд руб., в т.ч. на рынке ценных бумаг – 654,508 (73,5%), через кредитные организации – 310,327 млрд руб. (34,9%). При этом ожидается погашение бюджетных кредитов в объеме. При этом в 2021 году планируется разместить региональных облигаций на общую сумму 787,059 млрд руб., и погасить облигации на общую сумму 132,551 млрд руб.

В 2021г. на публичный рынок капитала планируют выйти 29 регионов, крупнейшими из которых являются: г. Москва (396 млрд руб. или 50,3% от общего планируемого объема размещения), г. Санкт-Петербург



(86,694 млрд руб., 11,0%), Московская область (60 млрд руб., 7,6%). При этом на долю 10 крупнейших заемщиков приходится 87,9% от общего планируемого объема размещения

Планируемые объемы размещения облигаций субъектов РФ в 2021г.

№	Регион	Привлечение, млн руб.	Доля, %
1	Город Москва	396 000	50.3%
2	Город Санкт-Петербург	86 694	11.0%
3	Московская область	60 000	7.6%
4	Томская область	30 500	3.9%
5	Челябинская область	26 000	3.3%
6	Свердловская область	25 000	3.2%
7	Красноярский край	22 655	2.9%
8	Ямало-Ненецкий автономный округ	18 100	2.3%
9	Нижегородская область	15 000	1.9%
10	Самарская область	12 000	1.5%
11	Республика Коми	10 000	1.3%
12	Новосибирская область	10 000	1.3%
13	Тюменская область	10 000	1.3%
14	Ханты-Мансийский АО – Югра	10 000	1.3%
15	Республика Саха (Якутия)	6 500	0.8%
16	Ярославская область	6 000	0.8%
17	Удмуртская Республика	5 000	0.6%
18	Белгородская область	5 000	0.6%
19	Калининградская область	5 000	0.6%
20	Омская область	5 000	0.6%
21	Оренбургская область	5 000	0.6%
22	Республика Башкортостан	4 700	0.6%
23	Иркутская область	4 000	0.5%
24	Липецкая область	3 000	0.4%
25	Рязанская область	2 500	0.3%
26	Республика Карелия	2 000	0.3%
27	Республика Алтай	1 057	0.1%
28	Алтайский край	350	0.0%
29	Республика Бурятия	2	0.0%
	ИТОГО	787 059	100.0%

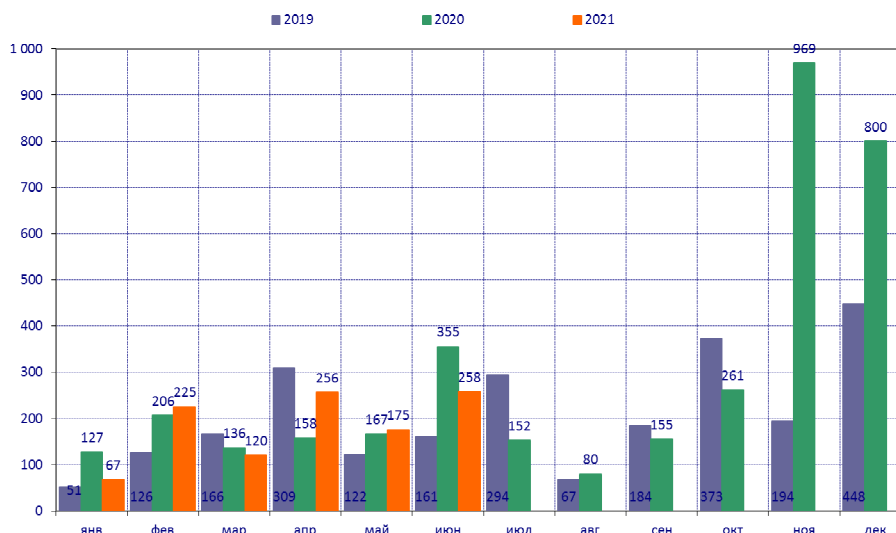
Источник: бюджеты субъектов РФ на 2021г., расчет ООО «БК РЕГИОН»

В 2021г. на рынке ожидается погашение займов 32 регионов, крупнейшими из которых по объему погашений являются: Томская область (25 млрд руб., 18,9% от общего объема погашения), Московская область (18,75 млрд руб., 14,1%), Красноярский край (12,958 млрд руб., 9,8%). На долю 10 крупнейших по объему погашения облигаций регионов приходится 71,5% от общего объема.

На **первичном рынке корпоративных облигаций** (без учета краткосрочных выпусков ВТБ и ВЭБ.РФ) во втором квартале 2021г. объем размещения на Московской бирже составил 689,3 млрд руб., что лишь на 1,3% выше уровня за аналогичный период предыдущего года и на 67% больше объема 1 квартала 2021г. По итогам первого полугодия 2021г. общий объем размещения корпоративных облигаций составил 1 102,1 млрд руб., что на 4,1% ниже показателя за аналогичный период 2020г.



Объем размещения корпоративных облигаций, млрд руб.



Источники: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

В качестве основных тенденций на первичном рынке корпоративного долга в 2 квартале 2021г. можно выделить:

- преобладание предложения **банковских бумаг** (385 млрд руб.), из которых 150 млрд руб. облигации ВЭБ.РФ;
- **увеличение первоначальных** объемов размещения выпусков в ходе book-building;
- **расширение** спредов при первичных размещениях к собственным вторичным кривым эмитентов на фоне **их компрессии** к кривой ОФЗ из-за отставания роста доходности на вторичном рынке корпоративных облигаций по сравнению с доходностью ОФЗ;
- **рост активности компаний-дебютантов** (М Видео, МТС-Банк, Синара ТМ, реСтор);
- **сохранение интереса к рублевому рынку у иностранных эмитентов.** В июне 2021 г. Республика Казахстан во второй раз (впервые в сентябре 2020г.) разместила 4 выпуска облигаций номинальным объемом 40 млрд руб. со сроком обращения 5, 7 и 10 лет;
- **рост популярности ESG выпусков.** Два эмитента – г. Москва (выпуск на 70 млрд руб.) и Атомэнергпром (10 млрд руб.) разместили выпуски «зеленых» облигаций, средства от которых будут направлены на ESG проекты.

В разрезе эмитентов самыми крупными заемщиками в первом полугодии 2021 года стали: ВТБ (18,5% от общего объема), Сбербанк (17,2%), ВЭБ.РФ (14,1%), Газпром капитал (5,1%) и РЖД (4,6%). На долю тридцати крупнейших эмитентов по итогам первого полугодия приходится 92% от общего объема размещения.

Таблица. Крупнейшие корпоративные заемщики на рынке облигаций в 1 квартале 2021г.

№ п.п.	Эмитент	Объем в обращении, млн руб.	Доля рынка, %	Количество выпусков
1	ВТБ	217 172.1	18.5%	46
2	Сбербанк	201 836.7	17.2%	55
3	ВЭБ.РФ	165 109.7	14.1%	11
4	Газпром Капитал	60 000.0	5.1%	1
5	РЖД	54 000.0	4.6%	3
6	АЛЬФА-БАНК	48 900.0	4.2%	4
7	Промсвязьбанк	30 000.0	2.6%	2

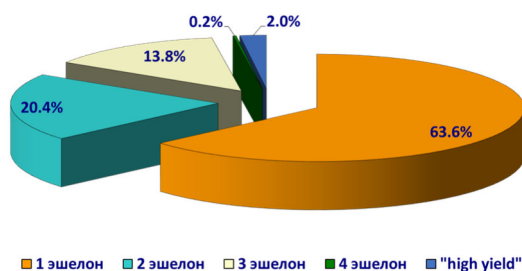


8	АФК Система	27 500.0	2.3%	3
9	Банк ФК Открытие	25 000.0	2.1%	2
10	Аэрофлот	24 650.0	2.1%	1
11	Европлан	23 000.0	2.0%	2
12	Магнит	20 000.0	1.7%	2
13	ТМК	20 000.0	1.7%	2
14	ГТЛК	17 000.0	1.5%	2
15	ДОМ.РФ ИА	15 252.3	1.3%	2
16	ГК Самолет	10 400.0	0.9%	1
17	РЕСО-Лизинг	10 300.0	0.9%	3
18	Атомэнергопром	10 000.0	0.9%	1
19	МВ ФИНАНС	10 000.0	0.9%	1
20	Синара ТМ	10 000.0	0.9%	1
21	Трансмашхолдинг	10 000.0	0.9%	1
22	ФСК ЕЭС	10 000.0	0.9%	1
23	ХКФ Банк	9 000.0	0.8%	2
24	РН Банк	8 000.0	0.7%	1
25	Сэтл Групп	7 500.0	0.6%	1

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

По нашим оценкам, доля размещенных в первом полугодии 2021г. 117 выпусков облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) составляла 63,6% от общего объема (60,5% по итогам 2020г. в целом), включая 3,0% приходящиеся 78 выпусков инвестиционных облигаций двух эмитентов (ВТБ и Сбербанк). Доля облигаций второго и третьего эшелонов составила 20,4% и 13,8% соответственно. Минимальную долю в 0,2% на первичном рынке занимали ценные бумаги эмитентов 4-го эшелона. Порядка 2,0% приходилось на 33 выпуска 33 эмитентов ВДО.

Эшелонированность первичного рынка корпоративных облигаций, % от общего объема размещения



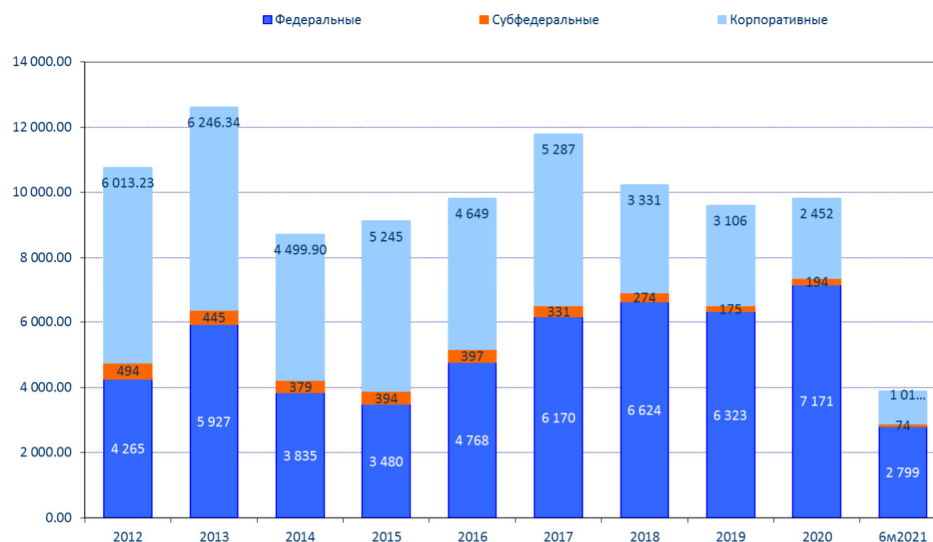
Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Обороты вторичного рынка

По итогам 1 полугодия 2021г. объем биржевых сделок с рублевыми облигациями составил 3 889 млрд руб., что на 36,5% ниже показателя за аналогичный период предыдущего года. При этом в сегменте федеральных и корпоративных облигаций наблюдалось максимальное снижение объема сделок (- 38,6% до 2 789 млрд руб. и -31,0% до 1 016 млрд руб. соответственно). На 19,6% произошло минимальное

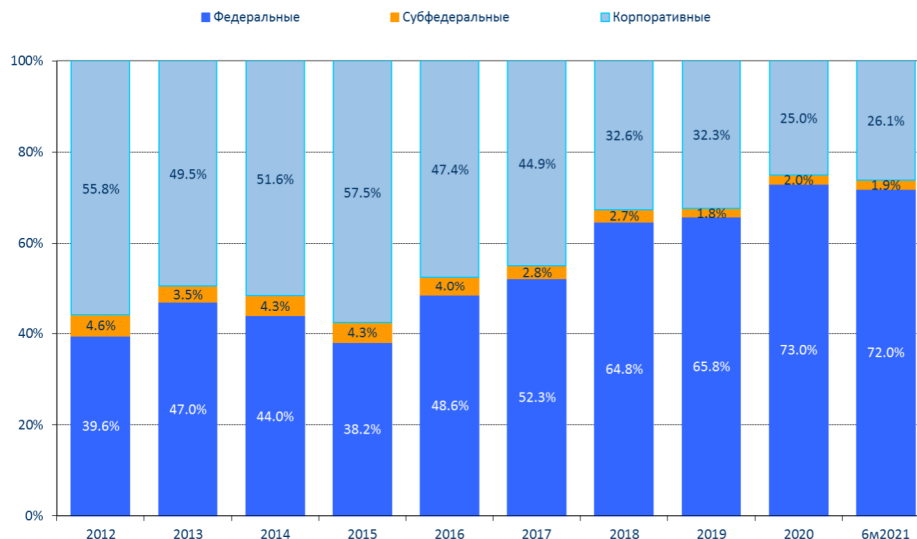
снижение объема сделок в субфедеральном сегменте. Правда, объем сделок с ними достаточно мал – около 74,0 млрд руб. или всего 1,9% от общего объема. На долю гособлигаций пришлось около 72,0% от суммарного объема, на долю корпоративных облигаций – 26,1%, что говорит о минимальных изменениях по сравнению с предыдущим годом, когда их доли составляли 73% и 25% соответственно, до 1 362,58 млрд руб.

Рисунок. Объем биржевых сделок с облигациями, млрд руб.



Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

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

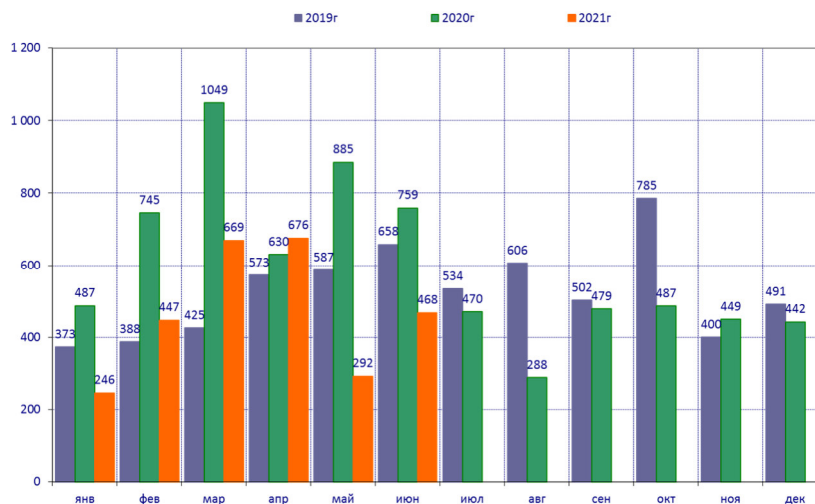


Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

В 1 полугодии 2021г. **приостановился рост доли ОФЗ** в суммарном объеме биржевых торгов, **который наблюдается с 2016г.** По итогам 1 полугодия 2021г. она составила 72,0% против 73,0% годом ранее. Доля корпоративных облигаций в суммарном объеме биржевых сделок составила около 26,1% (против 25,0% по итогам 2020г. в целом).

На рынке ОФЗ высокий объем сделок в марте (668 млрд руб.) сохранился и в апреле (676 млрд руб.), одной из причин этого был «более активный уход с рынка» инвесторов-нерезидентов. Однако в мае был зафиксирован «провал» активности (в т.ч. и из-за более длинных праздничных и выходных дней), которая отчасти восстановилась в июне.

Объем торгов с ОФЗ, млрд руб.

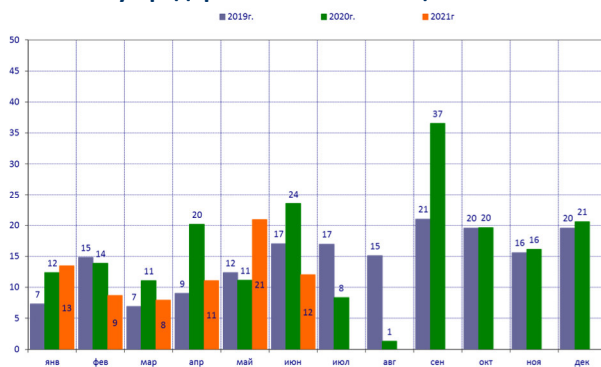


Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

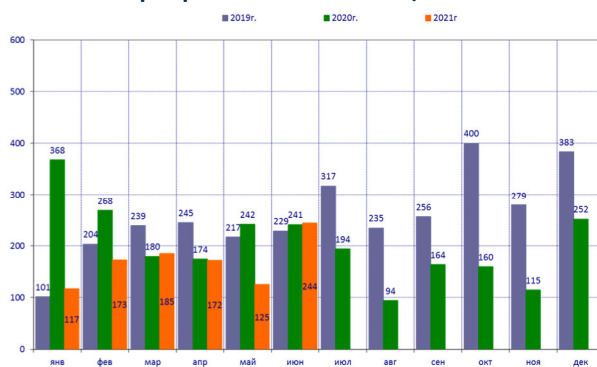
На вторичном рынке **субфедеральных облигаций** в 1 квартале 2021г. максимальный объем сделок, составивший порядка 20,9 млрд руб., был зафиксирован в мае, что было обусловлено, прежде всего, крупными размещениями г. Москвы. Однако в апреле и июне активность была на относительно низком уровне. На рынке **корпоративных облигаций** после плавного повышения активности от месяца к месяцу в первом квартале объемы сделок во втором квартале начали снижаться. Лишь в июне был зафиксирован максимальный с начал текущего года объем сделок в размере 243,9 млрд руб.

Объем биржевых торгов, млрд руб.

с субфедеральными облигациями



с корпоративными облигациями

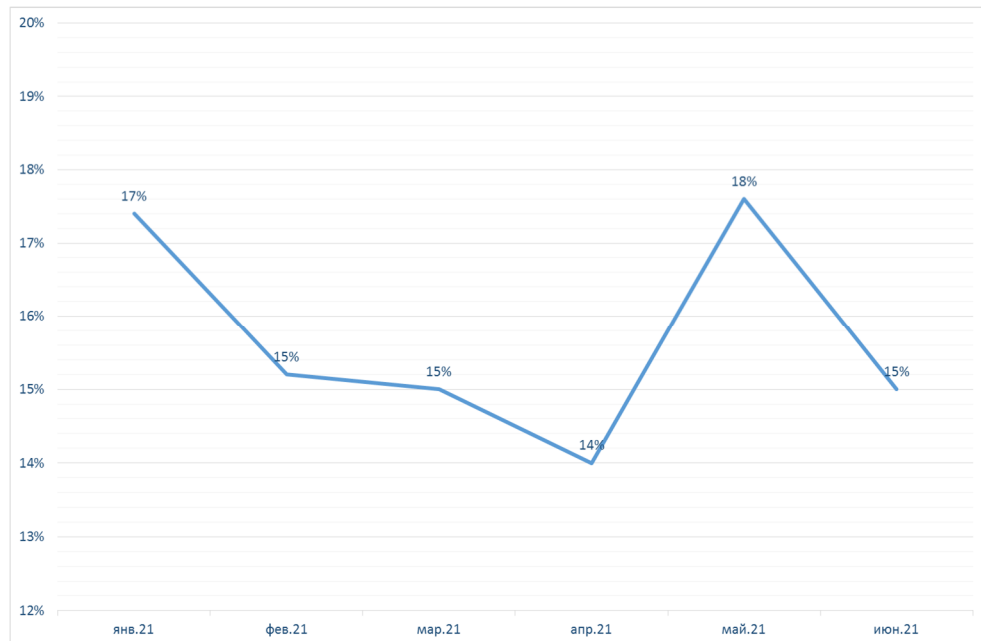


Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

По данным Московской биржи **доля физических лиц** в суммарном объеме сделок с облигациями на вторичном рынке менялась от минимального уровня 14,0% в апреле 2021г. до максимального уровня 17,6% в мае 2021г. Во первом полугодии 2021г. средняя доля составила 15,7%, что на 2,7% выше 13% по итогам 2020г. в целом.



Доля физических лиц в объеме вторичных торгов с облигациями на МБ



Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Рейтинговые действия

В течение 2 квартала 2021г. агентства «большой тройки» не изменяли кредитные рейтинги России. При этом Moody's Investors Service 4 июня подтвердило суверенный рейтинг России на уровне «Ваа3» со «стабильным» прогнозом. В качестве основных факторов рейтингового действия агентство выделяет:

- ✓ относительную устойчивость российской экономики к пандемии и шоку цен на нефть, хотя потенциальный рост остается низким;
- ✓ очень низкий государственный долг и восстановленные бюджетные буферы, хотя доминирующая роль государства в экономике создает риски для государственного баланса;
- ✓ восприимчивость России к рискам политических событий и, в частности, к постоянному риску введения новых санкций.

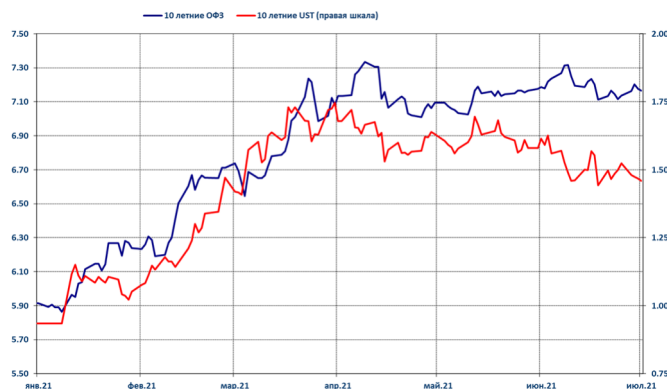


Текущая конъюнктура рынка рублевых облигаций

Ситуация на рынке рублевых облигаций во многом обусловлена конъюнктурой рынка государственных облигаций, которая с начала текущего года находится под влиянием как внешних, так и внутренних факторов, основные из которых, по нашему мнению, представлены ниже.

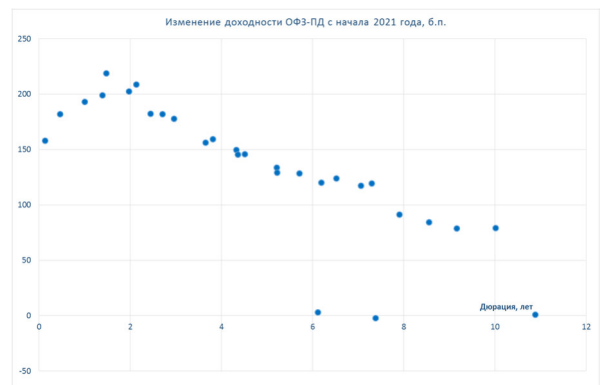
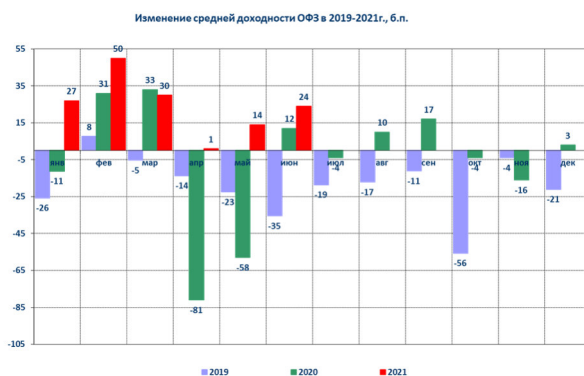
Среди внешних факторов, которые, в первую очередь, оказывали негативное влияние в первом квартале, был резкий рост с начала т.г. долгосрочных процентных ставок на всех рынках капитала как развитых, так и развивающихся стран, на фоне повышения инфляционных ожиданий при сохранении крайне мягкой ДКП всех центральных банков и восстановлении экономик. Драйвером этого роста были гособлигации США, доходность которых со сроком обращения 10 лет выросла в первом квартале на 0,82 п.п. до 1,75% годовых. Однако во втором квартале ситуация на долговых рынках существенно изменилась, в т.ч. на рынке гособлигаций США, где доходность 10-и летних облигаций снизилась по итогам второго квартала на 29 б.п. **Дополнительным внешним** фактором, который оказывал негативное влияние на российские ОФЗ в первом квартале, были опасения расширения и усиления антироссийских санкций со стороны США, которые включали бы ограничения на рынке ОФЗ. Однако, после объявления 15 апреля новых санкций со стороны США, которые запрещают американским финансовым институтам с 14 июня т.г. приобретать ОФЗ на аукционах, рынок ОФЗ остановил свое снижение и даже начал расти в цене.

Динамика доходности 10-и летних ОФЗ и UST

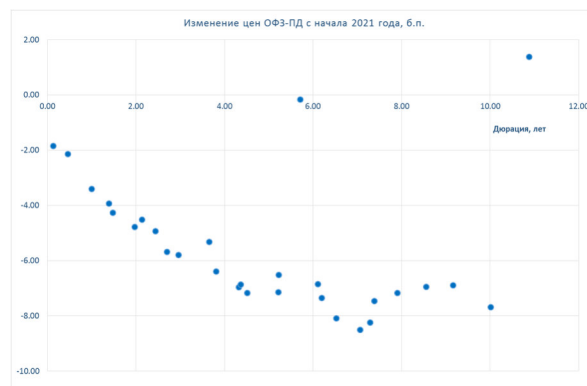
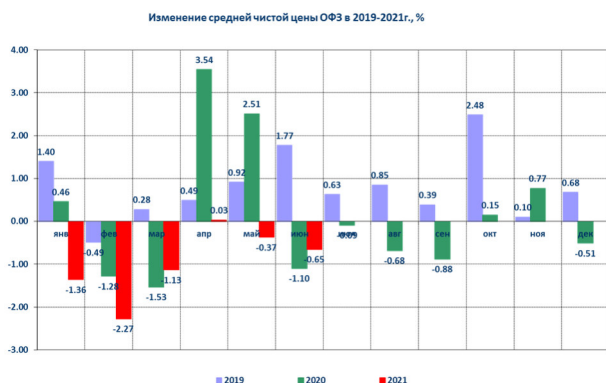


Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

По итогам апреля средняя доходность ОФЗ-ПД практически не изменилась, но в мае и июне вновь наблюдалось ее повышение за счет кратко- и среднесрочных выпусков.

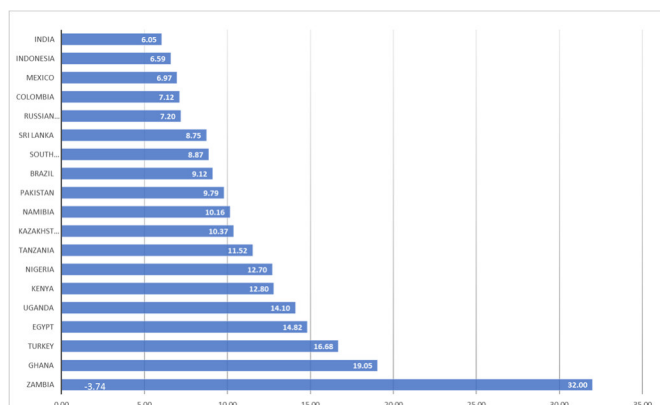


При этом после незначительного повышения цен в среднем по рынку в апреле, в мае–июне цена в среднем по рынку вновь начала снижаться.

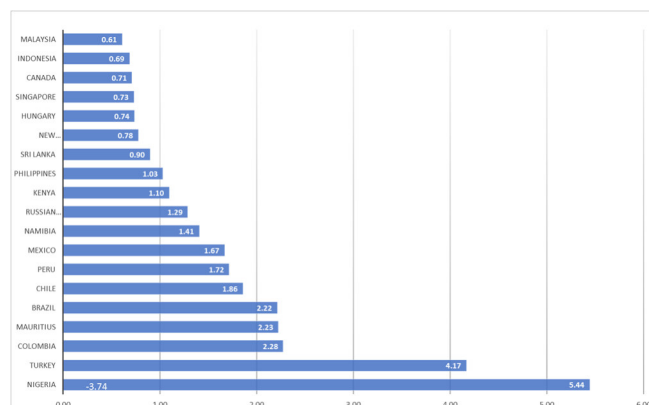


По итогам первых шести месяцев 2021г. ОФЗ заняли 10-е место по повышению с начала года среди 10-и летних гособлигаций развитых и развивающихся стран и 15-е место среди наиболее доходных гособлигаций по абсолютному значению.

Максимальные доходности 10-и летних гособлигаций, % годовых



Максимальные изменения доходности 10-и летних гособлигаций с начала года, п.п.



Источник: Refinitiv, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

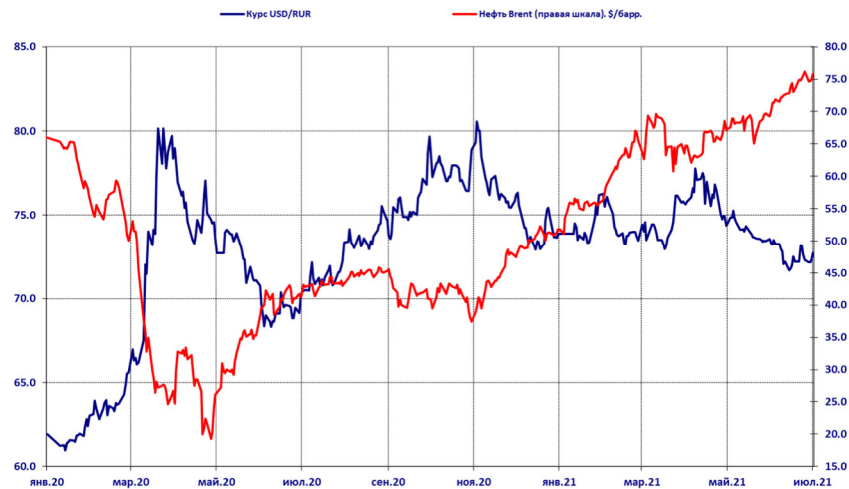
Позитивная динамика нефтяных котировок, наблюдаемая более восьми месяцев (с небольшой негативной коррекцией в начале апреля), привела к возврату их на максимальный уровень двухлетней давности и даже выше. Вместе с тем, периодически нефтяные котировки находятся под разнонаправленным влиянием различных факторов, связанных с темпами восстановления мировой экономики, изменением эпидемиологической ситуации в различных частях света. Кроме того, динамика цен на нефть марки Brent определялась ожиданиями и принятыми решениями на заседаниях ОПЕК.

По нашим оценкам, средняя цена на нефть марки Brent в январе – июне 2021г. составила \$65,22 за баррель, что на 53,1% выше средней цены за аналогичный период 2020г. (\$42,61 за баррель). По итогам июня т.г. средняя цена на нефть марки Brent составила \$73,41 за баррель, что на 7,5% превысило среднюю цену за предыдущий месяц.

По данным Минфина РФ, средняя цена на нефть марки Urals в январе-июне 2021 года сложилась в размере \$63,35 за баррель, что на 59,7% выше средней цены за аналогичный период 2020г. (\$39,68 за баррель). Средняя цена на нефть марки Urals в июне 2021 года сложилась в размере \$71,4 за баррель, что в 1,7 раза выше, чем в июне 2020 г. (\$41,93 за баррель).



Курс рубля и цены на нефть марки Brent

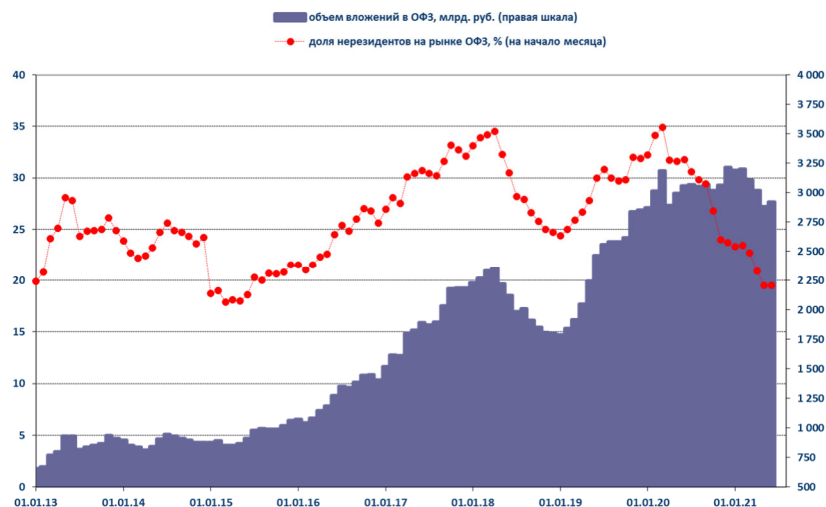


Источник: Банк России, МБ, Refinitiv, расчеты БК РЕГИОН

Ослабление рубля было характерно для начала второго квартала, однако на фоне повышения ключевой ставки и некоторого снижения геополитических рисков обеспечили укрепление рубля по итогам отчетного периода. В конце июня курс доллара был установлен на уровне 72,7234 рублей, что стало на 2,9789 руб. или на 3,94% ниже, чем в конце первого квартала. 15 января 2021г. Минфин РФ возобновил ежедневную покупку валюты в рамках бюджетного правила, суммарный объем которой на 30 июня составил 799,2 млрд рублей.

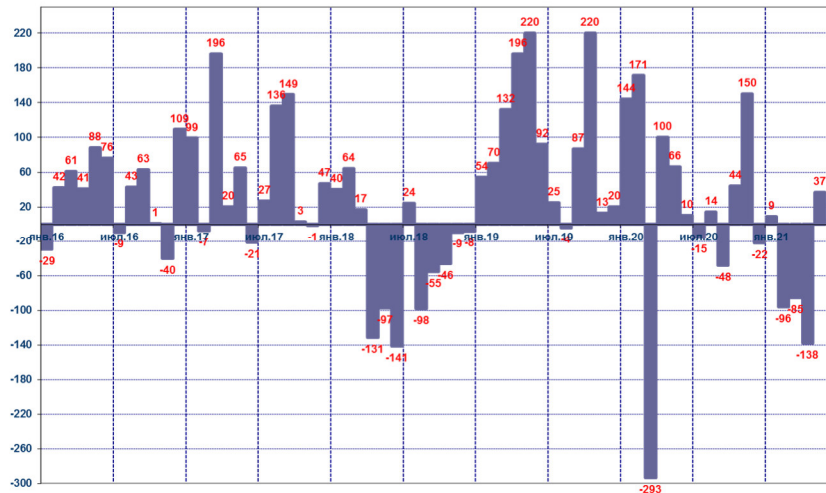
По данным Банка России, доля нерезидентов на рынке ОФЗ по состоянию на 1 июня 2021 года составляла 19,5%, не изменившись к показателю предыдущего месяца. Номинальный объем гособлигаций, принадлежащих нерезидентам, на 1 июня составил 2,918 трлн. рублей при общем объеме рынка ОФЗ 14,949 трлн. рублей. Таким образом, в номинальном выражении повышение вложений нерезидентов составило 37 млрд руб. (+1,3% за месяц), а рынок в целом вырос на 139 млрд руб. (+0,9% за месяц). С начала текущего года доля нерезидентов снизилась на 3,8 п.п., а номинальный объем на 273 млрд руб. (-8,6%). При этом рынок ОФЗ с начала года вырос на 1,280 трлн руб. или 9,4%.

Доля и объем вложений инвесторов - нерезидентов на рынке ОФЗ





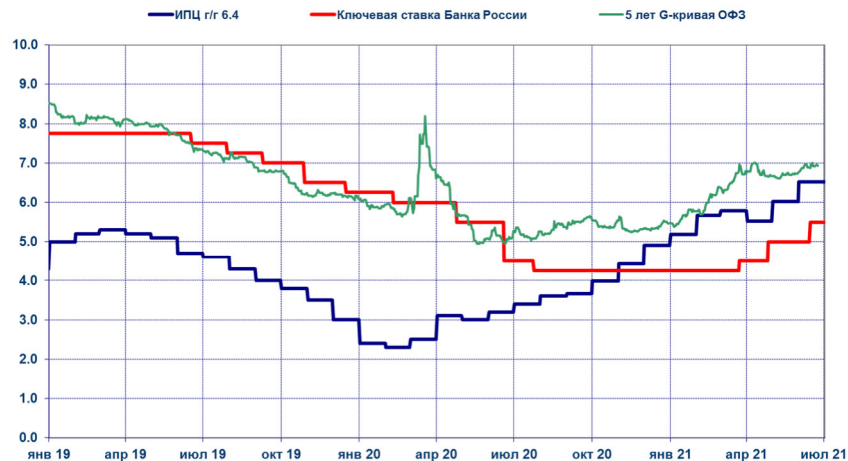
Динамика объем вложений инвесторов - нерезидентов на рынке ОФЗ



Источник: Банк России, БК «РЕГИОН»

Среди внутренних факторов, оказывающих наиболее существенное негативное давление на рынок ОФЗ, можно назвать резкий рост в последние месяцы инфляции, которая по итогам 2020 года составила 4,91%, а по итогам января-июня выросла на 4,19% и достигла 6,50% в годовом выражении (такого высокого уровня не наблюдалось с сентября 2016г.) и сохранения ее на высоком уровне в ближайшие месяцы (на 5 июля инфляция с начала месяца составила 0,33 п.п. при росте на 0,69 п.п. в июне).

ИПЦ vs ключевая ставка Банка России



Источник: Росстат, Банк России

На состоявшемся 23 апреля 2021г. заседании Совет директоров Банка России принял решение повысить ключевую ставку на 50 б.п. (!) до 5,00% годовых. В заявлении было отмечено, что темпы роста потребительских цен и инфляционные ожидания населения и бизнеса остаются повышенными, а восстановление спроса приобретает все большую устойчивость и в ряде секторов опережает возможности наращивания выпуска. В этих условиях баланс рисков смещен в сторону проинфляционных, а прогноз Банка России по инфляции на 2021 год был повышен до 4,7–5,2%.



По мнению регулятора, быстрое восстановление спроса и повышенное инфляционное давление формируют необходимость более раннего возвращения к нейтральной денежно-кредитной политике. А также было отмечено, что Банк России будет **оценивать целесообразность дальнейшего повышения ключевой ставки на ближайших заседаниях**, а решения по ключевой ставке будут приниматься с учетом фактической и ожидаемой динамики инфляции относительно цели, развития экономики на прогнозном горизонте, а также оценки рисков со стороны внутренних и внешних условий и реакции на них финансовых рынков. В условиях проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция вернется к цели Банка России в середине 2022 года и будет находиться вблизи 4% в дальнейшем.

На состоявшейся после заседания пресс-конференции глава Банка России заявила, что ЦБ РФ будет рассматривать и сохранение ставки, и повышение на 25 б.п. или больше при определенных условиях, все будет зависеть от того, как будет развиваться ситуация, и в зависимости от этого регулятор будет рассматривать разные сценарии.

При этом глава Банка России не исключила, принимая во внимание, что инфляция сейчас выше таргета в 4%, **поэтому краткосрочно область нейтрального диапазона ставки может быть выше 5-6%**. Нельзя не отметить, что впервые опубликованная траектория ключевой ставки на период 2021-2023гг., предполагает диапазон среднего уровня ключевой ставки на уровне 4,8-5,4% на текущий год. Нижний уровень указанного диапазона может предполагать сценарий, при котором ключевая ставка больше меняться не будет (что в текущих условиях маловероятно). **Для достижения верхней границы диапазона может потребоваться дальнейшее агрессивное повышение ключевой ставки до 6,0% к середине лета и 6,5% на конец года**. При сохранении ключевой ставки в середине прогнозируемого диапазона ее максимальный уровень может сохраниться в текущем диапазоне нейтральных ставок и не превысит 5,75%.

Совет директоров Банка России **11 июня 2021 года принял решение повысить ключевую ставку на 50 б.п., до 5,50% годовых**. По мнению регулятора, российская и мировая экономика восстанавливаются быстрее, чем ожидалось ранее, а инфляция складывается выше прогноза Банка России. Вклад в инфляцию со стороны устойчивых факторов возрастает в связи с более быстрым расширением спроса по сравнению с возможностями наращивания выпуска. На краткосрочном горизонте это влияние усиливается ростом цен на мировых товарных рынках. С учетом высоких инфляционных ожиданий **баланс рисков значимо сместился в сторону проинфляционных**, отмечал Банк России.

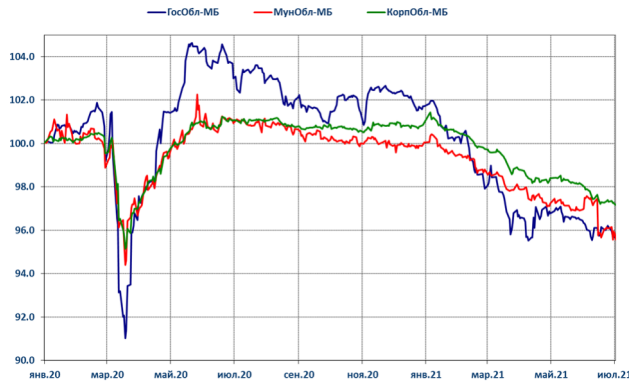
Повышенное инфляционное давление в условиях завершающегося восстановления экономики может привести к более значительному и продолжительному отклонению инфляции вверх от цели. Это **формирует необходимость дальнейшего повышения ключевой ставки на ближайших заседаниях**. Решения по ключевой ставке будут приниматься с учетом фактической и ожидаемой динамики инфляции относительно цели, развития экономики на прогнозном горизонте, а также оценки рисков со стороны внутренних и внешних условий и реакции на них финансовых рынков. В условиях проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция вернется к цели Банка России во втором полугодии 2022 года и будет находиться вблизи 4% в дальнейшем.

Рост инфляции привел к завершению регулятором цикла смягчения ДКП и к быстрому началу перехода к нейтральным процентным ставкам, которые сейчас составляют в пределах 5-6%. Но **на фоне ускорения инфляции в последние месяцы можно отметить появление нового фактора давления – рост опасений инвесторов относительно возможности более сильного повышения ключевой ставки Банком России и выход за пределы верхнего диапазона нейтрального диапазона**.

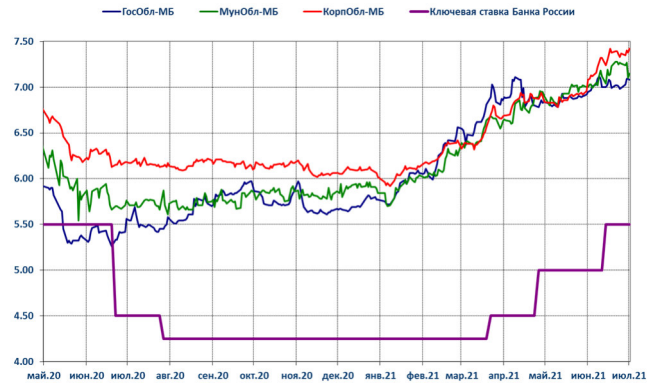
Динамика цен и доходности на рынке субфедеральных и корпоративных облигаций бала аналогичной рынку гособлигаций, и даже более выраженный характер в силу более короткой (более чем вдвое) дюрации. Так, по итогам первого полугодия 2021г. изменение рассчитываемых Московской биржей индексов средней доходности субфедеральных и корпоративных облигаций составило 126 и 136 б.п. против изменения доходности ОФЗ на 132 б.п. Однако, сужение спредов на вторичном рынке остается одной из тенденций второго, как и первого кварталов, вследствие более быстрого роста доходности ОФЗ на сопоставимом сроке дюрации (порядка 210 б.п.). Данная тенденция безусловно носит временный, но достаточно устойчивый характер, и мы ожидаем ее изменения вследствие приостановки повышения доходности ОФЗ и роста активности первичного рынка, условия размещения на котором существенно отличаются от условий обращения на вторичном рынке.



Индексы средневзвешенной доходности МБ

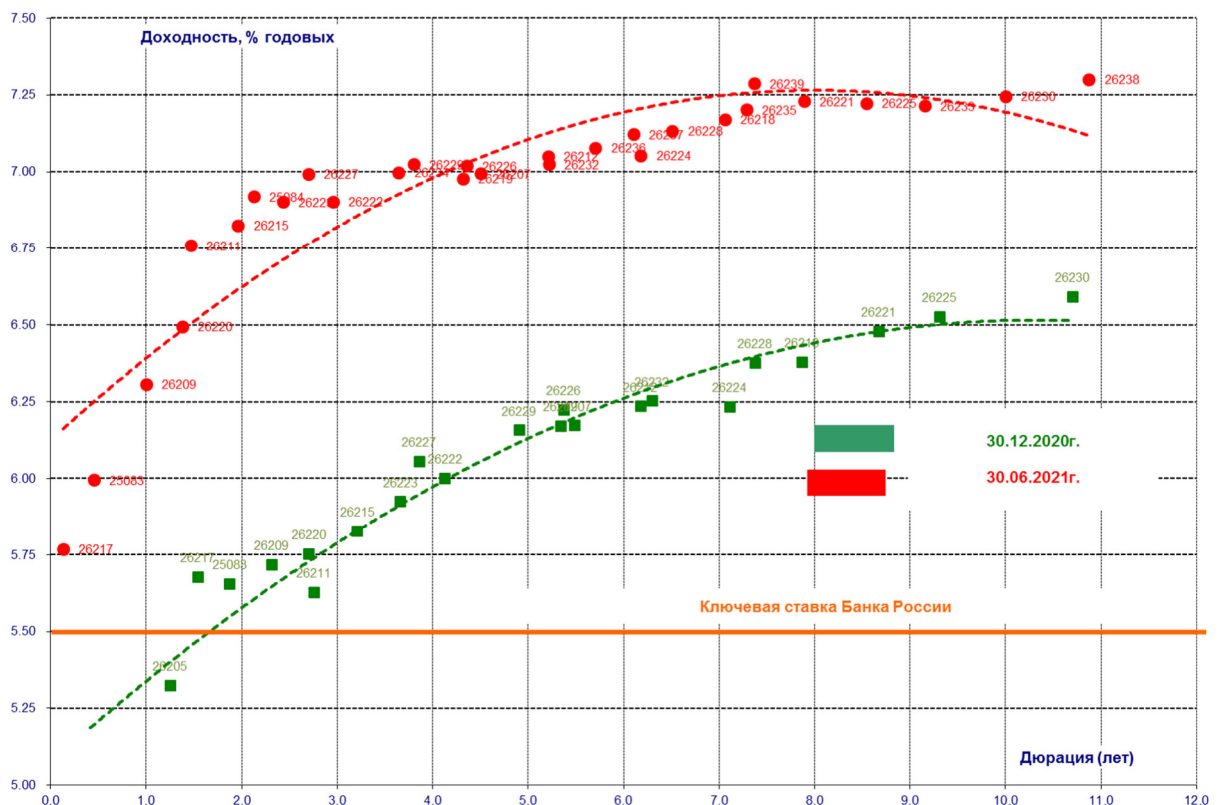


Индексы чистой цены облигаций МБ



Источник: Московская биржа, Банк России, расчеты ООО БК «РЕГИОН» (На 31 декабря 2019г. ценовые индексы = 100.)

«Кривая» доходности ОФЗ



Источник: Московская биржа, Банк России, расчеты ООО БК «РЕГИОН»



Инвестиционная привлекательность

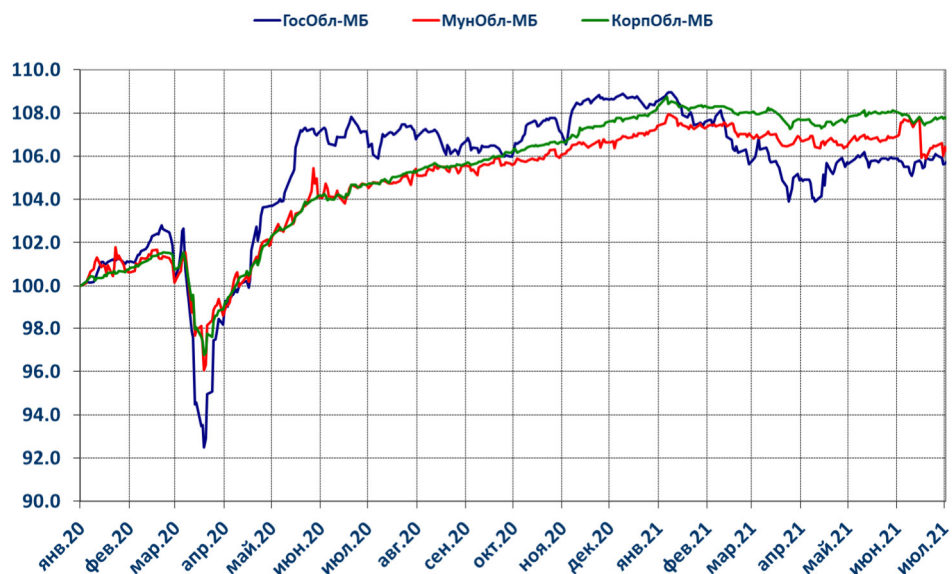
По итогам 2 квартала 2021г. вложения в федеральные и корпоративные облигации **принесли инвесторам небольшой доход, который составил 0,6% и 0,1% соответственно**. При этом наиболее неудачными на рынке капитала оказались вложения в **субфедеральные облигации (-0,3%)**. Однако по итогам первого полугодия вложения в облигации были убыточными. Максимальный доход, составивший 8,5% (+16,8% по итогам первого полугодия), был получен от инвестиций в акции, которые стали единственным активом, существенно опередившими инфляцию. Вложения в иностранные валюты были убыточными: так, например, покупка доллара США принесла убыток порядка 4,4% (2,0% по итогам первого полугодия), а покупка евро принесла убыток в размере 3,0% (5,1% по итогам первого полугодия).

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

Инструмент	Период, годы							
	I п/г. 21	II кв. 21	I кв. 21	2020	2019	2018	2017	2016
Рынок облигаций								
Государственные (ОФЗ)	-2.7%	0.6%	-3.3%	8.5%	20.0%	2.1%	12.8%	15.0%
Субфедеральные	-0.9%	-0.3%	-0.6%	7.4%	13.4%	4.3%	10.3%	12.0%
Корпоративные	-0.4%	0.1%	-0.5%	8.3%	14.3%	4.4%	12.3%	11.0%
Рынок акций								
Индекс МБ	16.8%	8.5%	7.7%	8.0%	28.6%	12.3%	-4.7%	25.7%
Валютный рынок								
долл. США	-2.0%	-4.4%	2.5%	19.3%	-10.9%	21.8%	-6.0%	-16.8%
евро	-5.1%	-3.0%	-2.1%	30.9%	-12.7%	16.5%	6.9%	-19.9%
бивалютная корзина	-3.5%	-3.7%	0.2%	24.9%	-11.8%	19.2%	0.0%	-18.3%
Инфляция (справочно)								
ИПЦ	4.1%	2.0%	2.1%	4.9%	3.0%	4.3%	2.5%	5.4%

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

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



Источники: приведенные индексы облигаций МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН» (на 01.01.2020г. значения индексов = 100)

Ключевые факторы, которые могут оказать влияние на рынок рублевых облигаций во второй половине 2021г.

Прогнозирование ситуации до конца текущего года интересно тем, что, с одной стороны, не представляет сложности для выявления факторов, которые однозначно будут определять динамику финансовых рынков в ближайшие 12 месяцев, а с другой, несет в себе как никогда высокую долю неопределенности – как конкретно эти ключевые факторы скажутся на финансовых активах.

- ✓ **Пандемия COVID-19.** Здоровье мировой финансовой системы в ближайший год будет зависеть в первую очередь от ситуации с пандемией. Финансовые рынки продолжают чутко реагировать на новости (позитивные или негативные) и статистику по заболеваемости. На данный момент, пережив две волны, у мирового сообщества нет полной уверенности в том, что не последуют очередные волны, штаммы и мутации, которые вновь потребуют ограничительных мер, замедлят восстановление глобальной экономики, приведут к снижению спроса на сырьевых рынках. Однако старт кампании по массовой вакцинации населения в некоторых странах позволяет рассчитывать на то, что основные шоки уже позади, а борьба с COVID-19 медленно будет приближаться к финальной стадии;
- ✓ **Динамика нефтяных цен.** Будущий спрос на нефть в большей степени зависит от скорости восстановления мировой экономики и перехода экономик на пост-ковидный режим, а также от решений ОПЕК+. Придерживаясь оптимистичного взгляда, полагаем, что по завершении пандемии деловая активность быстро вернется на доэпидемический уровень. Тем не менее, на наш взгляд, ценовые уровни порядка \$75-80 за баррель нефти марки Brent являются оптимальными, и мы не ожидаем существенного роста котировок во второй половине 2021 года.
- ✓ **Геополитические риски.** По геополитическим событиям 2021 год обещал быть не менее насыщенным, чем 2020-й. По-прежнему нет полной ясности относительно политики новой администрации США и ее взаимоотношений с Китаем, Евросоюзом и другими странами мира, которые, правда, в последнее время перестали провоцировать высокую волатильность на финансовых площадках мира, как это было ранее. Кроме этого позитивно можно оценивать смягчение напряженности во взаимоотношениях США и России, но и это не снизило риски введения новых антироссийских санкций как со стороны США, так и Евросоюза.
- ✓ **Денежно – кредитная политика мировых Центральных Банков.** Беспрецедентное снижение ключевых ставок Центральными Банками большинства стран, которое стало объективной реальностью 2020г., на наш взгляд, завершено. Ставки находятся на исторически минимальных уровнях, что ограничивает будущую маневренность регуляторов в поддержке экономик. При этом, по разным оценкам (МВФ, ООН, Всемирный банк, ОЭСР) в 2020 г. глобальный ВВП сократился на 4,3-6,0%, что является максимальным падением со времен Великой депрессии. Мы придерживаемся мнения, что в случае окончания пандемии в 2021г. провал может быть отыгран.

Основные внутренние факторы

- ✓ **Изменение тренда инфляции.** В 2020г. инфляция составила 4,91% годовых и преимущественно стала следствием ослабления рубля. В первой половине 2021г. она продолжила повышаться на фоне низкой базы начала прошлого года, при этом риски ее дальнейшего повышения и сохранения на относительно более высоком уровне в течение более долгого времени, чем ожидалось ранее, увеличиваются.
- ✓ **Денежно-кредитная политика Банка России.** Во втором квартале т.г. Банк России оказался от мягкой ДКП и перешел к ее ужесточению, повысив ключевую ставку на 100 б.п. до 5,50% годовых. При этом Банк России **допустил возможность дальнейшего повышения ключевой ставки на ближайшем заседании 23 июля в пределах 25-100б.п.** Оставшиеся заседания Совета директоров Банка России по вопросам ДКП в 2021г. запланированы на 10 сентября, 22 октября, 17 декабря. Неопределенность сроков и темпов дальнейшего повышения ключевой ставки в текущем и следующих годах сохраняется.
- ✓ **Инвесторы - физические лица.** В поисках доходности розничные клиенты активно переключали свои вложения с банковских депозитов в ценные бумаги. По данным Московской биржи, количество физических лиц, имеющих брокерские счета на Московской бирже, за 2020г. увеличилось почти на 5 млн до рекордных 8,8 млн., а вложения частных инвесторов в облигации составили 617 млрд руб. с наибольшей долей вложений в корпоративные облигации – 88,5%. В



2021г. в ситуации сохранения относительно низких депозитных ставок (даже несмотря на ограничения Банком России продажи населению «сложных» структурных продуктов и до октября т.г. облигаций с кредитным уровнем ниже BBB+ по национальной шкале для неквалифицированных инвесторов) роль инвестиций в долговой рынок со стороны розничного инвестора продолжит увеличиваться, что добавит рынку не только объемы, но и большую эмоциональность.

- ✓ **Политика Минфина РФ на первичном рынке ОФЗ.** Объем нетто-привлечения средств на рублевом рынке запланирован Минфином России на 2021 г. в объеме 2,68 трлн руб. (валовой объем размещения составит 3,65 трлн руб., в том числе в I и II кварталах – по 1 трлн руб.). На текущий момент квартальные планы были выполнены на 77,44% и 85,83% соответственно. В апреле, после введения новых антироссийских санкций, касающихся запрета на покупку госдолга, со стороны США, Минфин РФ заявил, что объем государственных внутренних заимствований в 2021 году будет сокращен на 875 млрд руб. за счет использования свободных остатков средств, сформированных по итогам исполнения федерального бюджета в 2020 году. Таким образом, годовой план заимствования может составить 2,775 млрд руб., который по итогам двух кварталов был исполнен на 58,84%. В рамках реализации этого решения план заимствования на рынке ОФЗ был установлен на уровне 700 млрд руб.
- ✓ **Источники ликвидности.** Прогноз профицита ликвидности на конец 2021 г. сохранен Банком России на уровне 0,7 – 1,3 трлн руб., что учитывает уточненные предпосылки о сроках возврата в банки части наличных денег, спрос на которые повысился в период пандемии, а также об увеличении объемов размещения временно свободных бюджетных средств в банках. При этом по словам главы Банка России, ЦБ РФ не ожидает перехода российского банковского сектора к дефициту ликвидности в ближайшие годы. Отсутствие притока новых денежных средств в пенсионные накопления НПФ 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 погашений и выплат купонов в 2021 году по рынку федеральных, субфедеральных и корпоративных облигаций оценивается нами в размере порядка 2,2 трлн руб., а также более 620 млрд руб. от погашения и выплаты купонов по облигациям Банка России (КОБР).



Общество с ограниченной ответственностью «Брокерская компания «РЕГИОН» (ООО «БК РЕГИОН»)

Адрес: Москва, Зубовский бульвар, д.11А, этаж 9, помещение I, комната 1
Многоканальный телефон: (495) 777 29 64

www.region.broker
REUTERS: REGION
BLOOMBERG: RGNM

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

Екатерина Шилиева (доб. 253, shilyaeva@region.ru)
Татьяна Тетеркина (доб. 112, Teterkina@region.ru)
Максим Швецов (доб. 694, SHvetsov@region.ru)

МАКРОЭКОНОМИКА, ОТРАСЛЕВАЯ АНАЛИТИКА

Валерий Вайсберг (доб.192, vva@region.ru)

АНАЛИТИКА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ

Александр Ермак (доб. 405, aermak@region.ru)
Юлия Гапон (доб. 294, gapon@region.ru)

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к ООО «БК РЕГИОН» или третьих лиц заключать сделки с какими-либо финансовыми инструментами или как инвестиционные рекомендации, в том числе индивидуальные инвестиционные рекомендации.

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. ООО «БК 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.
