



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

**Начало года: внепланово без позитива**  
ОБЗОР РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ В I КВАРТАЛЕ 2021Г.

*В первом квартале 2021 года рынок рублевых облигаций, прежде всего ОФЗ, оказался под давлением целого ряда как внешних, так и внутренних факторов, которые привели к резкому повышению доходности на рынке ОФЗ и в сегментах субфедеральных и корпоративных облигаций при существенной потере ликвидности в последних.*

**Основные внешние и внутренние факторы января – марта 2021г.**

**Основные внешние факторы**

- ✓ **COVID – 19.** Пандемия коронавируса, которая в 2020 году фактически парализовала отдельные отрасли экономик различных стран и привела к падению мировой экономики, сохраняет в текущем году ограниченное негативное влияние (в том числе и на финансовые рынки), связанное с распространением новых волн заболевания, проявившихся в ряде стран, а также с проблемами массовой вакцинации.
- ✓ **Геополитические риски.** С начала года значимость геополитики для российского финансового рынка оставалась, как и во второй половине прошлого года, на переднем плане, особенно после прихода к власти новой администрации в США. Постоянно всплывающая тема санкций (к газопроводам «Северный поток - 2», по делу А. Навального, за всевозможные «кибератаки» и вмешательство в выборы в США, обострение гражданского конфликта на Украине) периодически оказывала серьезное давление на российский долговой рынок.
- ✓ **Резкое повышение долгосрочных процентных ставок на рынках капитала всего мира** на фоне повышения инфляционных ожиданий при сохранении крайне мягкой денежно-кредитной политики (ДКП) всеми центральными банками и восстановлении экономик. Драйвером роста стали десятилетние гособлигации США.
- ✓ **Цены на нефть вернулись на уровень, который был до начала пандемии.** Однако это не стало поддержкой для национальной валюты, которая остается одной из самых недооцененных валют.

**Основные внутренние факторы**

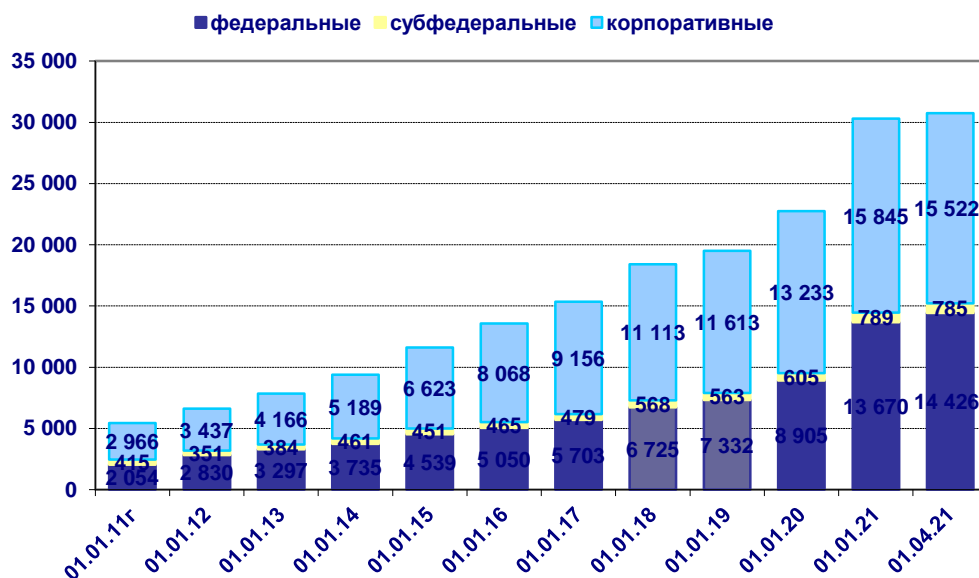
- ✓ **Ускорение темпов роста инфляции.** По итогам января-марта 2021г. инфляция выросла на 2,13% и достигла 5,79% в годовом выражении. Показатели, отражающие наиболее устойчивые процессы ценовой динамики, по оценкам Банка России, находятся значимо выше 4% в годовом выражении. По прогнозу Банка России, годовая инфляция достигнет своего максимума в марте и далее будет снижаться. С учетом проводимой ДКП годовая инфляция вернется к цели Банка России вблизи 4% в первой половине 2022 года и будет находиться на этом уровне в дальнейшем.
- ✓ **Неожиданное ужесточение ДКП Банком России в начале года.** Банк России на февральском заседании заявил о завершении цикла смягчения ДКП и о возможном возврате к нейтральному уровню ключевой ставки 5-6%, которое неожиданно для многих участников рынка началось на мартовском заседании, когда ключевая ставка была повышена на 0,25 п.п. до 4,50%.
- ✓ **Политика заимствования Минфина РФ на рынке ОФЗ.** В 2021г. согласно бюджету Минфин РФ планирует привлечь ОФЗ на сумму 4,15 трлн руб. План на 1 квартал, установленный в объеме 1 трлн руб., был исполнен 77,44%. При этом в последний день марта объем размещения составил около 46% от общего объема с начала года. План на второй квартал также был установлен в размере 1 трлн руб.



### Объем и структура рынка рублевых облигаций

На 1 апреля 2021г. рынок рублевых облигаций составляет более 30,733 трлн руб., что на 1,4% выше показателя начал года. При этом единственным сегментом, который показал рост (+5,5%) был рынок ОФЗ, объем которого составил 14 462,2 млрд руб. Объем субфедеральных облигаций снизился на 0,6% до 784,8 млрд руб.

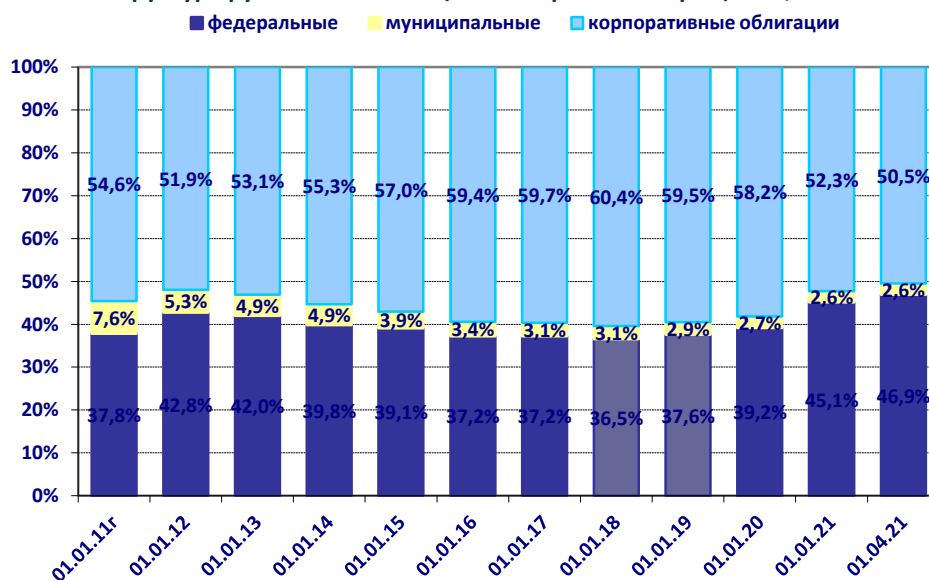
#### Объем рублевого облигационного рынка в обращении, млрд руб.



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Доля ОФЗ продолжила рост и составила на конец первого квартала 46,94% против 45,11% и 39,15% в начале 2021 и 2020 годов. Доля субфедеральных облигаций снизилась до 2,55% против 2,60% и 2,66% на начало 2021 и 2020 годов, 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%.

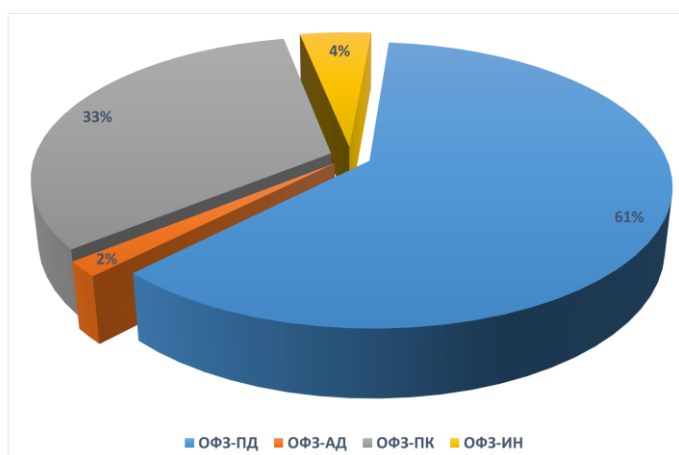
#### Структура рублевого облигационного рынка в обращении, %



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

На рынке государственных облигаций основную долю около 61,0% занимают облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД), которая по итогам первого квартала увеличилась на 1,3%, после снижения на 13,4 п.п. по итогам 2020 года в целом. Продолжается снижение (на 0,3 п.п.) доли облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД), которая составила 1,8%. Доля ОФЗ-ПК, аукционы по которым в этом году не проводились, снизилась с начала года на 1,8 п.п. до 32,6% после роста на 15,2 п.п. по итогам 2020г. в целом, но 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 4,6% (+0,3 п.п. с начала года) рынка занимают облигации федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН).

#### Структура рынка федеральных облигаций



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

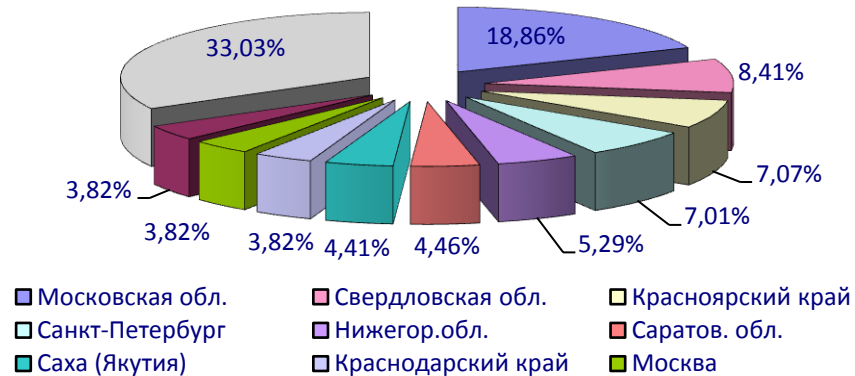
Кроме того, на 1 апреля 2021г. на счетах физических лиц лежали **ОФЗ-н** четырех выпусков на общую сумму 26,931 млрд руб., которая снизилась с начала года на 12,857 млрд руб., в т.ч. за счет полного погашения одного выпуска и частичного досрочного погашения по двум выпускам. Продолжилось размещение выпуска ОФЗ-н 53006, которое началось в июле 2020г. и завершилось в январе 2021г., а в январе т.г. началось размещение выпуска ОФЗ-н 53007, объем в обращении которого составил на конец первого квартала т.г. 3,347 млрд руб. из объявленных 15 млрд руб. по номинальной стоимости.

На рынке субфедеральных и муниципальных облигаций, обращающихся на МБ, на конец первого квартала 2021 года было представлено 119 выпусков долговых ценных бумаг 43 регионов - эмитентов, а также 10 выпусков 5 органов местной власти.

Безусловным лидером на рынке (с существенным отрывом от других регионов) является Московская область, объем облигаций в обращении которой составляет 148 млрд руб. или 18,9% от общего объема рынка субфедеральных облигаций. Второе место занимает Свердловская область (66 млрд руб. или 8,4%), замыкает «тройку лидеров» Красноярский край (55,47 млрд руб. или 7,0%). На долю регионов, занимающих с 4 по 10 места, приходится от 5,3% до 3,8% рынка. При этом первая десятка регионов занимает порядка 67,0% рынка субфедеральных облигаций.



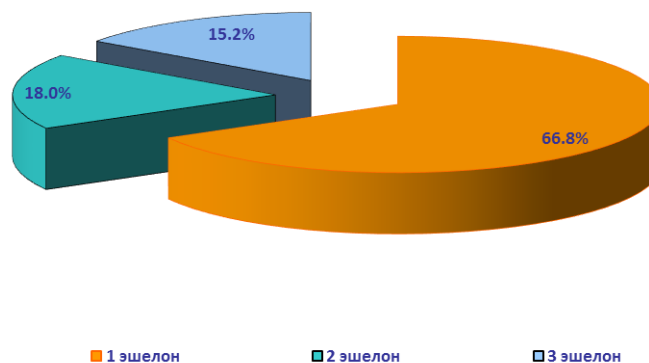
**Структура рынка субфедеральных и муниципальных облигаций, % от общего объема**



Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»

По нашим оценкам, доля облигаций региональных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) выросла до 66,8% с 61,6% в начале года. Доля облигаций второго и третьего эшелонов составила 18,0% и 15,2% против 18,7% и 19,7% в начале года соответственно.

**Эшелонированность рынка субфедеральных облигаций, % от общего объема**

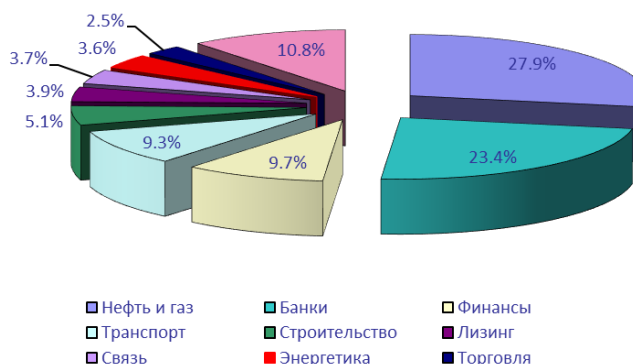


Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»

**На рынке корпоративных облигаций** на конец 1 квартала 2021г. в обращении на Московской бирже находилось 1826 выпусков 347 эмитентов. Максимальную долю на рынке по-прежнему сохраняет нефтегазовый сектор с объемом 3,737 трлн руб. или 27,9%. На втором месте с долей рынка 23,4% находятся банковские облигации общим объемом 3,140 трлн руб. Еще порядка 9,7% занимают облигации финансовых компаний (в т.ч. ипотечные, облигации). Реальная экономика представлена транспортным сектором (9,3%), строительством (5,1%), связью (3,7%), энергетикой (3,6%), металлургией (2,4 %). На долю лизинговых компаний приходится 3,9% рынка, торговли – 2,5%, а остальные отрасли представляют менее 2,0% рынка.



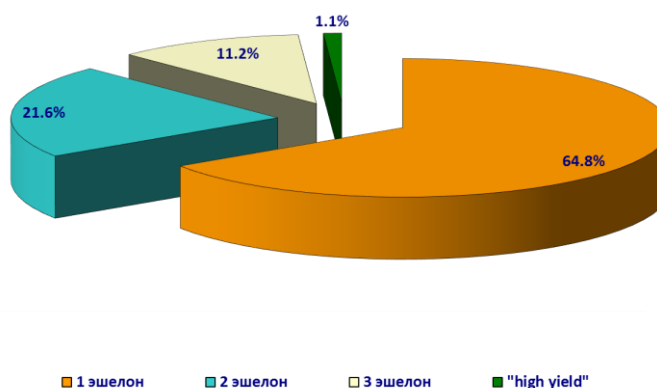
**Отраслевая структура рынка корпоративных облигаций, % от общего объема**



Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН».

Доля облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством), по нашим оценкам, изменилась незначительно и составила 64,8% против 63,8% на начало 2021 года от суммарного объема рынка соответственно. Доля облигаций второго эшелона составляет, по нашим оценкам, 21,6% (22,8% на начало года), третьего эшелона – 11,2% (10,9% на начало года). На конец первого квартала 2021г. в обращении на рынке находилось 194 выпусков высокодоходных облигаций (ВДО) 107 эмитентов на общую сумму порядка 147,6 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 22,1% против 24,7% в начале года), РЖД (8,3% против 7,8%), Дом.РФ и Дом.РФ ИА (6,2% против 4,5%), Сбербанк (5,7% против 5,7%). 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**

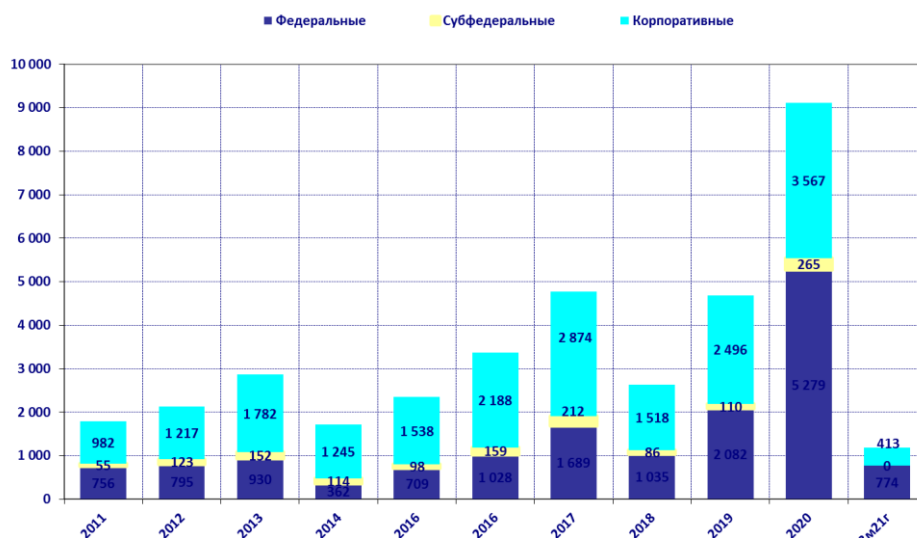
№ п.п.	Эмитент	Объем в обращении, млн руб.	Доля рынка, %	Количество выпусков
1	НК Роснефть	2 956 000.0	22.1%	40
2	РЖД	1 110 200.0	8.3%	55
3	Дом.РФ, Дом.РФ ИА	826 539.4	6.2%	52
4	Сбербанк	767 412.2	5.7%	329
5	ВЭБ.РФ	397 634.4	3.0%	27
6	ВТБ	328 103.8	2.4%	136
7	Россельхозбанк	292 354.8	2.2%	44
8	Газпромбанк	292 323.3	2.2%	38
9	ГТЛК	244 706.0	1.8%	27
10	ФСК ЕЭС	236 000.0	1.8%	19
11	ОТКРЫТИЕ ХОЛДИНГ	232 973.0	1.7%	15
12	ГСП-Финанс	231 200.0	1.7%	3
13	Транснефть	211 000.0	1.6%	13
14	Газпром нефть	195 000.0	1.5%	13
15	МТС	179 000.0	1.3%	18
16	Газпром, Газпром Капитал	175 000.0	1.3%	14
17	АФК Система	174 700.0	1.3%	18
18	АЛЬФА-БАНК	157 000.0	1.2%	22
19	Росбанк	151 687.5	1.1%	24
20	Банк ФК Открытие	131 850.8	1.0%	26
21	Концерн РОССИУМ	130 000.0	1.0%	8
22	Башнефть	125 000.0	0.9%	17
23	Ростелеком	125 000.0	0.9%	11
24	ИКС 5 ФИНАНС	120 000.0	0.9%	16
25	ПЕРЕСВЕТ	90 793.2	0.7%	7
26	ЕвроХим	87 000.0	0.6%	6
27	РУСАЛ Братск	85 000.0	0.6%	6
28	Трансфин-М	82 819.5	0.6%	21
29	СУЭК-Финанс	81 000.0	0.6%	4
30	Роснано	71 580.0	0.5%	9

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

## Основные показатели первичного рынка

Объем первичных размещений рублевых облигаций по итогам первого квартала 2021г. составил, по нашим оценкам, около 1 187,2 млрд руб., что на 22,2% выше показателя за аналогичный период предыдущего года. При этом первичный рынок ОФЗ показал рост в размере 54,5%, а рынок корпоративных облигаций снижение на 12,2%. На рынке субфедеральных облигаций размещений не было.

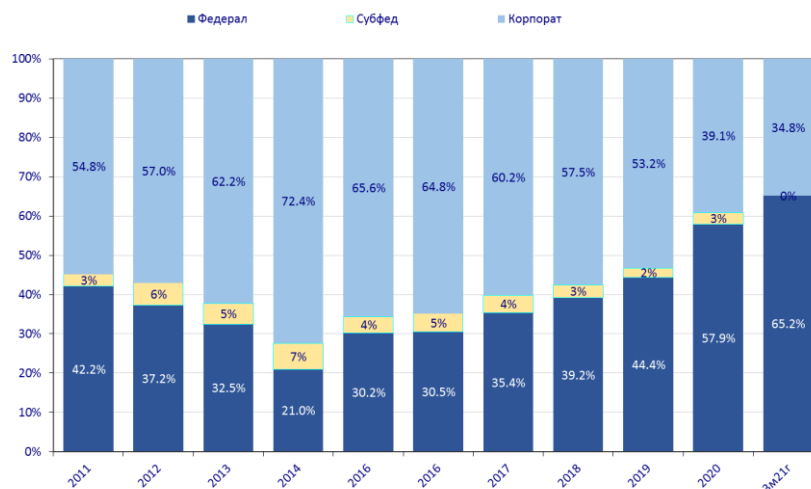
### Объем первичного размещения облигаций в 2011–2021гг., млрд руб.



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

На долю ОФЗ пришлось 65,2% от общего объема размещений (57,9% по итогам прошлого года), на долю корпоративных и субфедеральных облигаций – 34,8% и 0% (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 квартале их доля продолжила рост.

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



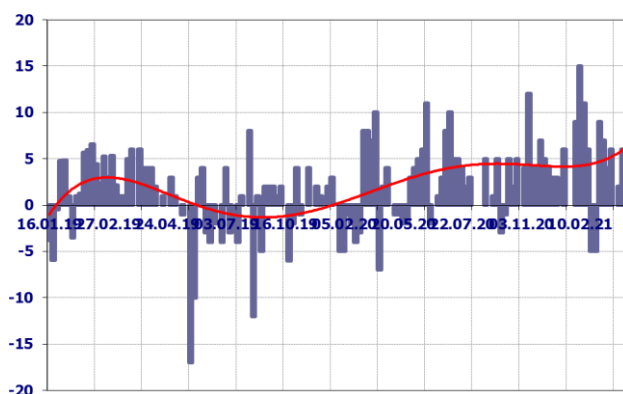
Источники: Минфин РФ, Московская Биржа, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Проводимая Минфином РФ политика заимствования на внутреннем рынке является одним из факторов, влияющим на конъюнктуру рынка как гособлигаций, так всех рублевых облигаций в целом. В январе т.г. план заимствования в 1 квартале т.г., который был установлен в объеме 1 трлн руб., был выполнен немногим более чем на 6%, а по итогам всех размещений выполнение плана выросло до 77,44%. Но для этого Минфину пришлось существенно увеличить «премию» для инвесторов, размещая средне- и долгосрочные выпуски ОФЗ-ПД в условиях неблагоприятной конъюнктуры и после существенного повышения их доходности на вторичном рынке. При этом в последний день марта объем размещения составил около 46% от общего объема с начала года.

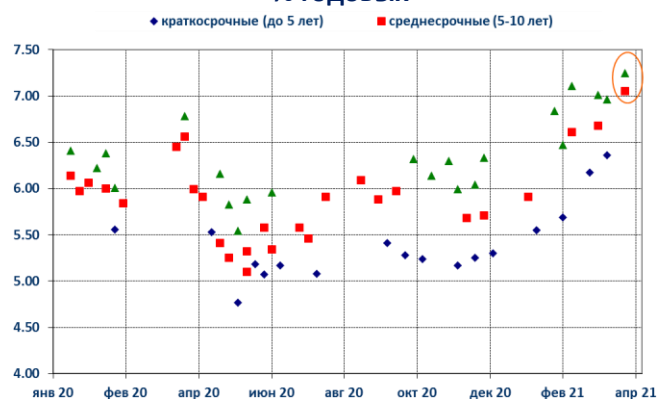
На аукционах 31 марта инвесторам были предложены два выпуска: ОФЗ-ПД 26233 и 26236 в объеме остатков, доступных для размещения в указанных выпусках. Объем удовлетворения заявок на аукционах определялся Минфином РФ, исходя из объема спроса, а также размера запрашиваемой участниками премии к фактически сложившимся на рынке уровням доходности. Накануне последних аукционов доходность вновь начала повышаться вслед за очередным резким ростом ставок по UST и многим гособлигациям развивающихся стран в начале текущей недели, но как показали результаты размещений, это не «отпугнуло» российских инвесторов, которые проявили крайне высокий в течение последних четырех месяцев интерес к долгосрочным ОФЗ.

На первом аукционе по размещению четырнадцатилетнего выпуска ОФЗ-ПД был зафиксирован максимальный спрос за все время его размещения, который составил около 90% от доступных остатков. Несмотря на то, что было удовлетворено более 71% объема заявок, «премия» для инвесторов составила в среднем 2 б.п. (4 б.п. - максимальная) и была одной из самых низких, как по данному выпуску, так и по всему рынку с начала текущего года. Такой успех был обеспечен пятью крупными заявками, на долю которых пришлось около 80% от общего объема размещения. При этом крупнейшая заявка составляла 75 млн облигаций (48,7%). Семилетний выпуск ОФЗ-ПД привлек еще больше внимания инвесторов, объем заявок которых составил порядка 244 млрд руб. Минфин удовлетворил 82,5% объема спроса, отсекая меньшую часть заявок по доходности вчерашнего закрытия рынка. При этом на долю 11 крупнейших заявок в объеме 10-30 млрд руб. по номинальной стоимости пришлось около 84% от общего объема размещения. Суммарные объемы спроса и размещения по итогам двух аукционов составили порядка 460,3 и 355 млрд руб., показав 2 и 4 результат за всю историю рынка уступив результатам аукционов, которые проходили в конце октября - начале ноября 2020г.

**Средняя «премия» по доходности, б.п**



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



Источник: Минфин РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Очевидно, что на фоне крупных продаж со стороны инвесторов – нерезидентов наиболее активное участие в аукционе принимали российские государственные банки. О возможности увеличения таких операций недавно заявил глава ВТБ. Одной из причин роста интереса со стороны российских инвесторов к гособлигациям могло стать повышение их доходности, которое наблюдалось с начала текущего года. С начала года рост ставок на рынке ОФЗ в среднем по рынку составил 108 б.п., а по бумагам со сроком обращения от 2 до 10 лет в пределах 115-129 б.п. Таким образом, рынок опережающими темпами

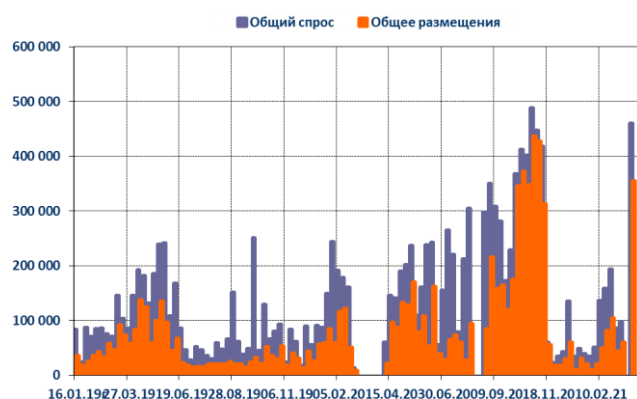


отреагировал на неожиданное повышение ключевой ставки, заложив большую часть возможного повышения в текущие цены. При этом в случае снижения в ближайшее время инфляции и возвращение ее ближе к таргетируемому уровню, существует определенная надежда, что существенно ужесточать денежно-кредитную политику Банку России не придется, а ключевая ставка при этом может остановиться вблизи нижней границы нейтрального уровня (5-6%).

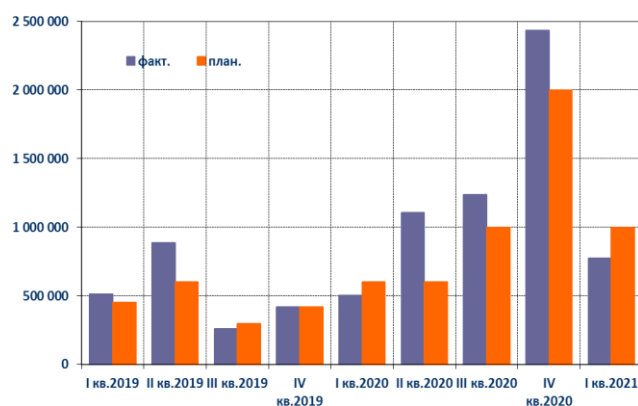
Фактический объем размещения облигаций со сроком обращения до 5 лет включительно составил 156,9 млрд. руб. при плане 100 млрд руб. (или 20,2% против 10% по плану), бумаги сроком от 5 до 10 лет были размещены в объеме 333,2 млрд. руб. при плане 450 млрд руб. (или 43,0% против 45% по плану), и на 285 млрд руб. при плане 450 млрд. руб. (или 36,8% против 45% по плану) были размещены облигации со сроком обращения более 10 лет.

В середине марта агентство Bloomberg сообщило, что в правительстве РФ обсуждается возможность снижения годового плана на 0,5-1,0 трлн руб. (т.е. до 2,65-3,15 трлн руб.). Министр финансов подтвердил эти намерения, но не обозначил конкретные цифры. Тем не менее, во втором квартале 2021 года Минфин РФ планирует предложить инвесторам ОФЗ совокупным объемом 1 трлн. рублей по номинальной стоимости. Согласно предварительному графику аукционов, которые состоятся в течение 13 аукционных дней, ориентировочный объем предложения облигаций со сроком обращения до 5 лет включительно составит 100 млрд. рублей, бумаги сроком от 5 до 10 лет будут предложены в объеме 500 млрд. рублей и на 400 млрд. рублей планируется разместить облигации со сроком обращения более 10 лет.

**Объемы спроса и размещения ОФЗ, млн руб.**



**Размещение ОФЗ поквартально, млн руб.**



Источник: Минфин РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

По данным Московской биржи **физические лица** по итогам первого квартала 2021г. вложили в облигации 198 млрд руб., что составляет 32,1% от вложений за 2020г. в целом. При этом, несмотря на то, что доля вложений в ОФЗ составляет 17,47% от общего объема вложений, номинальный объем составил 34,6 млрд руб. или 86,2% от вложений по итогам 2020г. в целом. **При этом на долю физлиц пришлось 4,5% от общего объема размещения ОФЗ в первом квартале 2021г.** Максимальную долю (77,66% или 153,8 млрд руб.) во вложениях физлиц занимают корпоративные облигации. **Физлицами было приобретено 37,2% от общего объема корпоративных облигаций, размещенных в 1 квартале 2021г.**

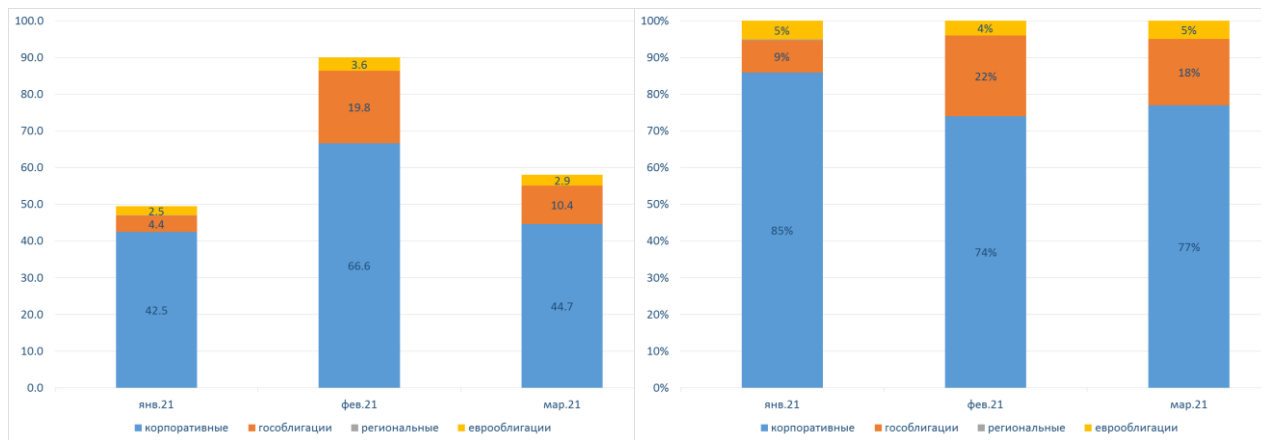
**Вложения физических лиц в облигации на МБ**

	2020г.		1Q 2021	
Облигации, млрд. руб.	617.0	100.00%	198.0	100.00%
корпоративные	546.0	88.50%	153.8	77.66%
гособлигации	40.1	6.50%	34.6	17.47%
региональные	6.2	1.00%	0.2	0.08%
евроблигации	24.7	4.00%	9.0	4.55%

Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



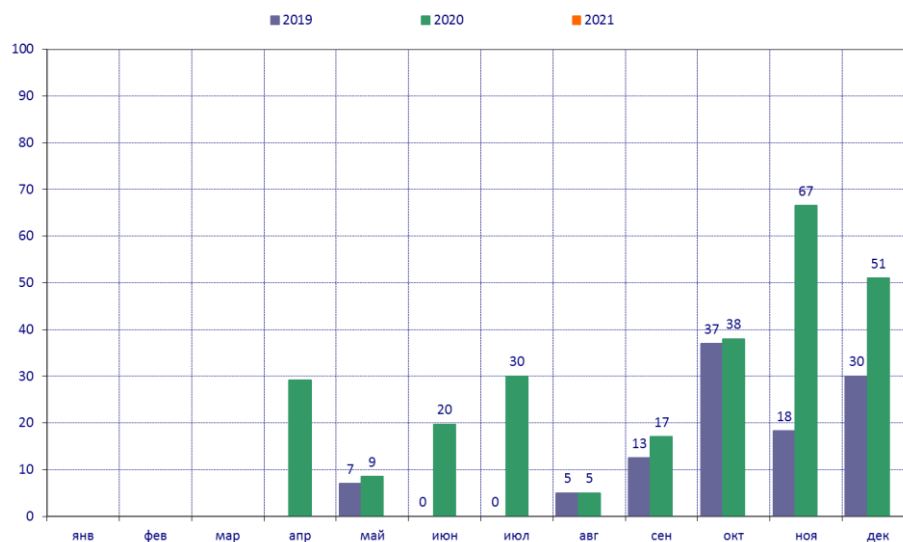
**Объемы и структура вложений физических лиц в облигации на МБ в 1 квартале 2021г.**



Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

На рынке субфедеральных облигаций новых размещений с начала текущего года не проводилось.

**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.

По предварительным оценкам, 2020г. завершили с дефицитом бюджетов 58 из 85 российских регионов, что, вполне вероятно, приведет к привлечению средств на публичном долговом рынке через облигационные займы в 2021г. 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%
	<b>ИТОГО</b>	<b>787 059</b>	<b>100.0%</b>

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.

**Планируемые объемы погашения облигаций субъектов РФ в 2021г.**

№	Регион	Погашение, млн руб.	Доля, %
1	Томская область	25 000	18.9%
2	Московская область	18 750	14.1%
3	Красноярский край	12 958	9.8%



4	Нижегородская область	6 900	5.2%
5	Республика Саха (Якутия)	6 350	4.8%
6	Калининградская область	5 800	4.4%
7	Новосибирская область	5 000	3.8%
8	Республика Коми	4 876	3.7%
9	Самарская область	4 600	3.5%
10	Белгородская область	4 530	3.4%
11	Свердловская область	4 000	3.0%
12	Ханты-Мансийский автономный округ – Югра	3 900	2.9%
13	Омская область	3 500	2.6%
14	Ямало-Ненецкий автономный округ	3 100	2.3%
15	Иркутская область	2 500	1.9%
16	Кемеровская область	2 250	1.7%
17	Республика Мордовия	2 000	1.5%
18	Липецкая область	2 000	1.5%
19	Ульяновская область	1 700	1.3%
20	Тамбовская область	1 575	1.2%
21	Республика Хакасия	1 500	1.1%
22	Орловская область	1 500	1.1%
23	Оренбургская область	1 220	0.9%
24	Ставропольский край	1 200	0.9%
25	Краснодарский край	1 000	0.8%
26	Волгоградская область	1 000	0.8%
27	Республика Алтай	947	0.7%
28	Ярославская область	900	0.7%
29	Республика Карелия	600	0.5%
30	Республика Марий Эл	500	0.4%
31	Ненецкий автономный округ	400	0.3%
32	Магаданская область	300	0.2%
33	Курская область	195	0.1%
	<b>ИТОГО</b>	<b>132 551</b>	<b>100.0%</b>

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

В середине марта о возможном выходе на рынок облигаций только при условии благоприятной конъюнктуры заявили г. Москва и Московская область.

Правительство **Москвы** может скорректировать планы выхода на рынок облигаций в апреле-мае при неблагоприятной рыночной конъюнктуре, было отмечено в сообщении департамента экономической политики и развития города Москвы. "Правительство Москвы выйдет на рынок субфедерального долга только на выгодных для себя условиях. Мы внимательно следим за показателями долгового рынка. Москва финансирует через займы проекты развития города, все текущие расходы покрываются собственными доходами. Поэтому мы планируем размещать облигации с минимальной премией к ОФЗ и готовы при необходимости корректировать сроки выпуска бумаг. Мы видим, что сегодня рынок достаточно волатилен. Пока это не отражается на интересе инвесторов к нашим бумагам, но при необходимости наши первоначальные планы о первом выпуске в апреле-мае могут быть скорректированы", - отметил заместитель мэра Москвы по вопросам экономической политики и имущественно-земельных отношений Владимир Ефимов. На 2021 год бюджетом Москвы запланирован



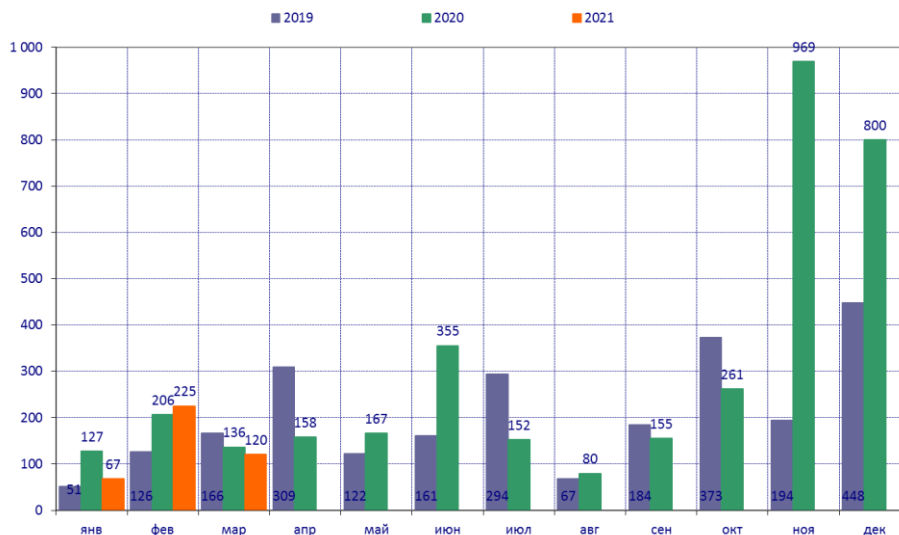
выпуск облигаций объемом до 396 млрд рублей, средства от размещения будут направлены на финансирование главных инфраструктурных проектов города. Часть выпусков облигаций получит статус "зеленых", за счет их размещения будет финансироваться, в частности, строительство Большой кольцевой линии метрополитена и приобретение электробусов.

**Московская область** в 2021 году может разместить облигации на сумму до 60 млрд. рублей. "В 2021 году Подмоскowie будет активно использовать ценные бумаги как инструмент привлечения заемных ресурсов, планируется размещение до 60 млрд рублей. Окончательный выбор инструментов привлечения заемных средств будет определяться исходя из анализа фактической конъюнктуры финансовых рынков и стоимости заемных средств", - говорилось в сообщении министерства экономики и финансов области.

На **первичном рынке корпоративных облигаций** (без учета краткосрочных выпусков ВТБ и ВЭБ.РФ) в первом квартале 2021г. объем размещения составил 412,8 млрд руб., что на 12,2% ниже уровня за аналогичный период предыдущего года.

По нашим оценкам около 53% от общего объема размещений корпоративных облигаций в первом квартале т.г. пришлось на облигации шести эмитентов первого эшелона, разместивших 13 выпусков, крупнейшим и из которых были субординированные облигации ВТБ и Сбербанка, а также бессрочные облигации РЖД. На долю 7 выпусков 6 эмитентов второго эшелона пришлось порядка 18% от общего объема размещения. Порядка 20% и 3% от общего объема размещения составили доли третьего и четвертого эшелонов соответственно, при этом по количеству выпусков их доля составила 26% и 12% соответственно, а по количеству эмитентов – порядка 50% и 25% соответственно. Кроме того, были размещены 39 выпусков (порядка 44%) инвестиционных облигаций двух эмитентов (ВТБ и Сбербанка) на общую сумму порядка 13,4 млрд руб. (порядка 3%).

#### Объем размещения корпоративных облигаций, млрд руб.



Источники: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

**В качестве основных тенденций на первичном рынке корпоративного долга в 1 квартале 2021г. можно выделить:**

- преобладание предложения **банковских бумаг** (8 выпусков на 55 млрд руб.), а также **компаний строительного сектора и управления недвижимостью** (5 выпусков на 20,0 млрд руб.);
- **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** (ТФН, Боржом Финанс, Селектел, Аэрофьюэлз, Продовольственная контрактная корпорация);
- **сохранение тенденции к сокращению дюрации размещаемых выпусков**, начавшейся во второй половине прошлого года. Средняя дюрация составила 2,93г. против 2,98г. в 4 квартале 2020г.;
- **активность иностранных эмитентов**. В марте 2021г. Ритейл Бел Финанс» (SPV белорусской группы компаний Евроторг / Eurotorg Holding PLC) разместила на Московской бирже уже третий выпуск облигаций на 3,5 млрд руб., а Продовольственная контрактная корпорация (Республика Казахстан) – дебютный выпуск облигаций в объеме 2,45 млрд руб.

В разрезе эмитентов самыми крупными заемщиками в первом квартале 2021 года стали: ВТБ (23,5% от общего объема), Сбербанк (15,8%), РЖД (13,1%), ТМК (4,8%) и АФК Система (3,6%).

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

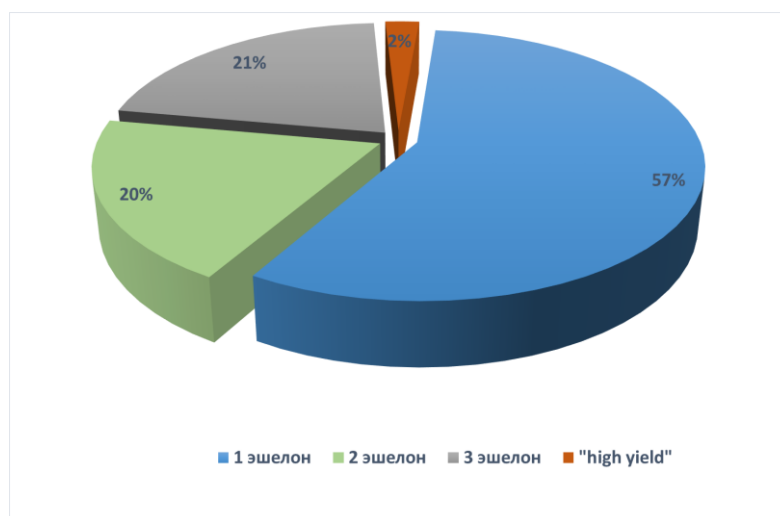
№ п.п.	Эмитент	Объем в обращении, млн руб.	Доля рынка, %	Количество выпусков
1	ВТБ	97 214	23.5%	22
2	Сбербанк	65 303	15.8%	24
3	РЖД	54 000	13.1%	3
4	ТМК	20 000	4.8%	2
5	АФК Система	17 500	4.2%	2
6	Банк ФК Открытие	15 000	3.6%	1
7	Промсвязьбанк	15 000	3.6%	1
8	Европлан	13 000	3.1%	1
9	АЛЬФА-БАНК	12 000	2.9%	1
10	ГК Самолет	10 400	2.5%	1
11	ГТЛК	10 000	2.4%	1
12	Боржом Финанс	7 000	1.7%	1
13	Росагролизинг	7 000	1.7%	1
14	НKK	5 063	1.2%	1
15	Группа ЛСР	5 000	1.2%	1
16	ХКФ Банк	5 000	1.2%	1
17	ВЭБ.РФ	4 850	1.2%	1
18	МТС	4 500	1.1%	1
19	Ренессанс Кредит	4 000	1.0%	1
20	Элемент Лизинг	4 000	1.0%	1
21	Россельхозбанк	3 799	0.9%	1
22	Ритейл Бел Финанс	3 500	0.8%	1
23	Селектел	3 000	0.7%	1
24	ЭКСПОБАНК	3 000	0.7%	1
25	Русская Аквакультура	3 000	0.7%	1

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

По нашим оценкам, доля размещенных в первом квартале 2021г. облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) составляла 60,5% от общего объема (60,5% по итогам 2020г. в целом). Доля облигаций второго и третьего эшелонов составила 30,4% и 8,3% соответственно. Минимальную долю в 0,8% на первичном рынке занимали ценные бумаги эмитентов ВДО.



**Эшелонированность первичного рынка корпоративных облигаций,  
% от общего объема размещения**

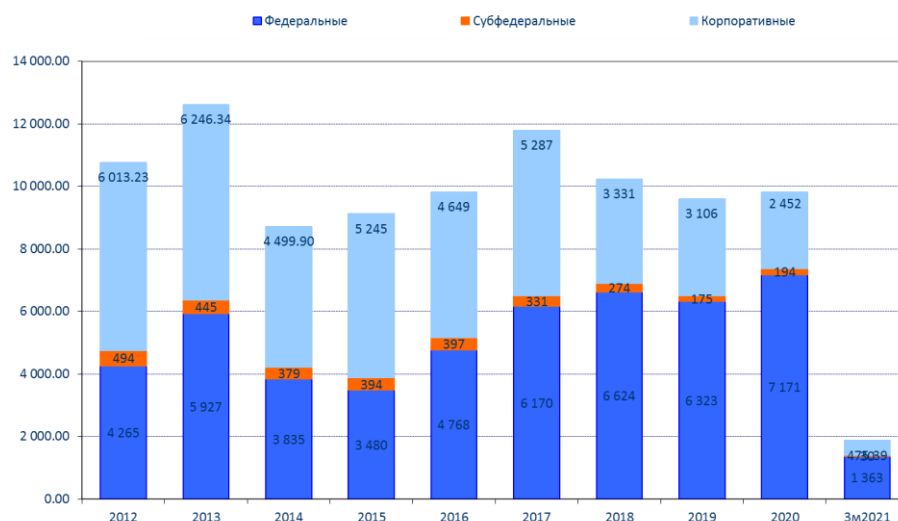


Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»

**Обороты вторичного рынка**

По итогам 1 квартала 2021г. объем биржевых сделок с рублевыми облигациями составил 1 867,98 млрд руб., что на 40,4% ниже показателя за аналогичный период предыдущего года. При этом в сегменте корпоративных облигаций наблюдалось максимальное снижение объема сделок (- 41,8% до 475,39 млрд руб.). На 19,4% произошло минимальное снижение объема сделок в субфедеральном сегменте. Правда, объем сделок с ними достаточно мал – около 30,01 млрд руб. или всего 1,6% от общего объема. В сегменте гособлигаций наблюдалось снижение объема на 40,3% до 1 362,58 млрд руб.

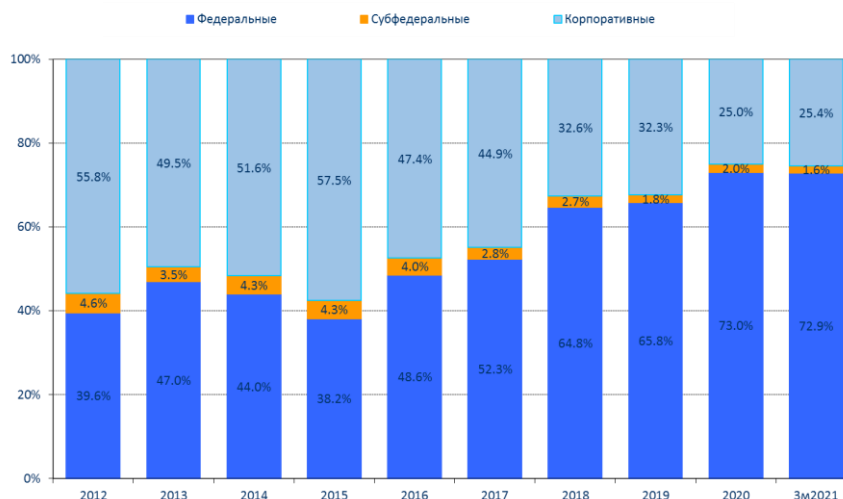
**Рисунок. Объем биржевых сделок с облигациями, млрд руб.**



Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



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

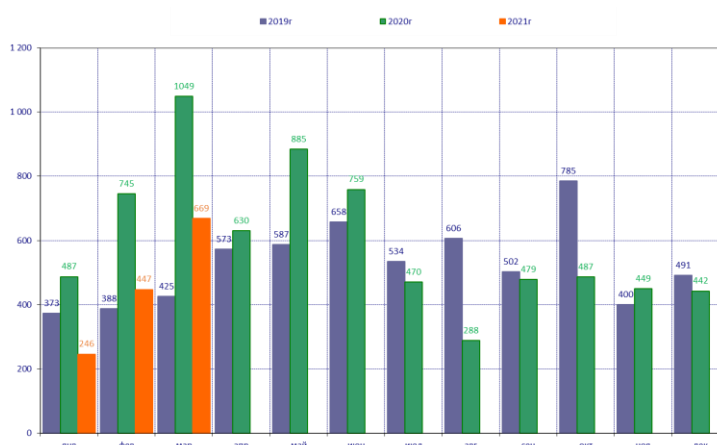


Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

В 1 квартале 2021г. **приостановился рост доли ОФЗ** в суммарном объеме биржевых торгов, **который наблюдается с 2016г.** По итогам 1 квартала 2021г. она составила 72,9% против 73,0% годом ранее. Доля корпоративных облигаций в суммарном объеме биржевых сделок составила около 25,4% (против 25,0% по итогам аналогичного периода 2020г.).

На рынке ОФЗ после низких показателей первых двух месяцев, когда объем торгов составил более 246 и 447 млрд руб. соответственно, в марте объем сделок вырос до 668 млрд руб. в результате «более активного ухода с рынка» нерезидентов.

Объем торгов с ОФЗ, млрд руб.



Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

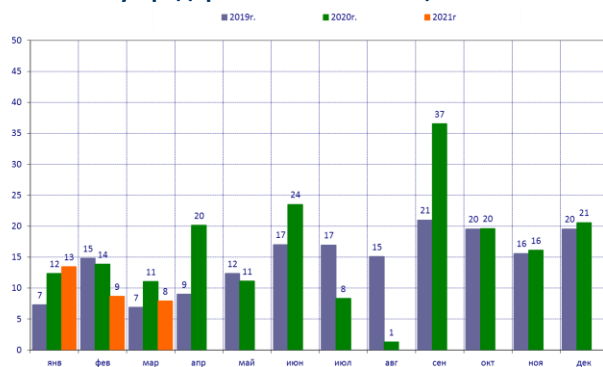
На вторичном рынке **субфедеральных облигаций** в 1 квартале 2021г. максимальный объем сделок, составивший порядка 13,4 млрд руб., был зафиксирован в январе. Однако на фоне роста ставок и отсутствия новых размещений активность начала снижаться: порядка 8,6 млрд руб. составил оборот в феврале и порядка 7,9 млрд руб. в марте. На рынке **корпоративных облигаций** объем сделок плавно



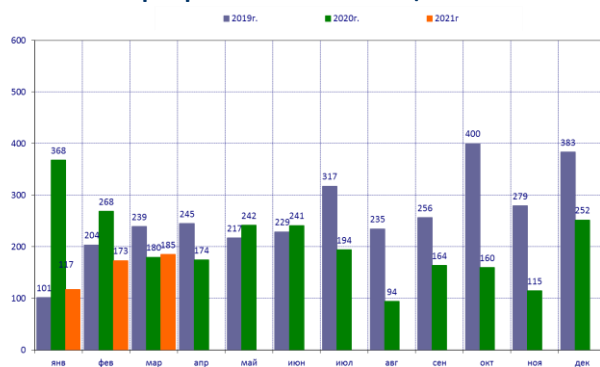
повышался от месяца к месяцу: от 117,1 млрд в январе до 173,1 и 185,1 млрд руб. в феврале и марте соответственно.

### 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 выросла до 17,4% в январе 2021г. по сравнению с 13% по итогам 2020г. в целом, но в феврале и марте т.г. снижалась до 15,2% и 15,0% соответственно.

### Рейтинговые действия

В течение 1 квартала 2021г. агентства «большой тройки» не изменяли кредитные рейтинги России. При этом:

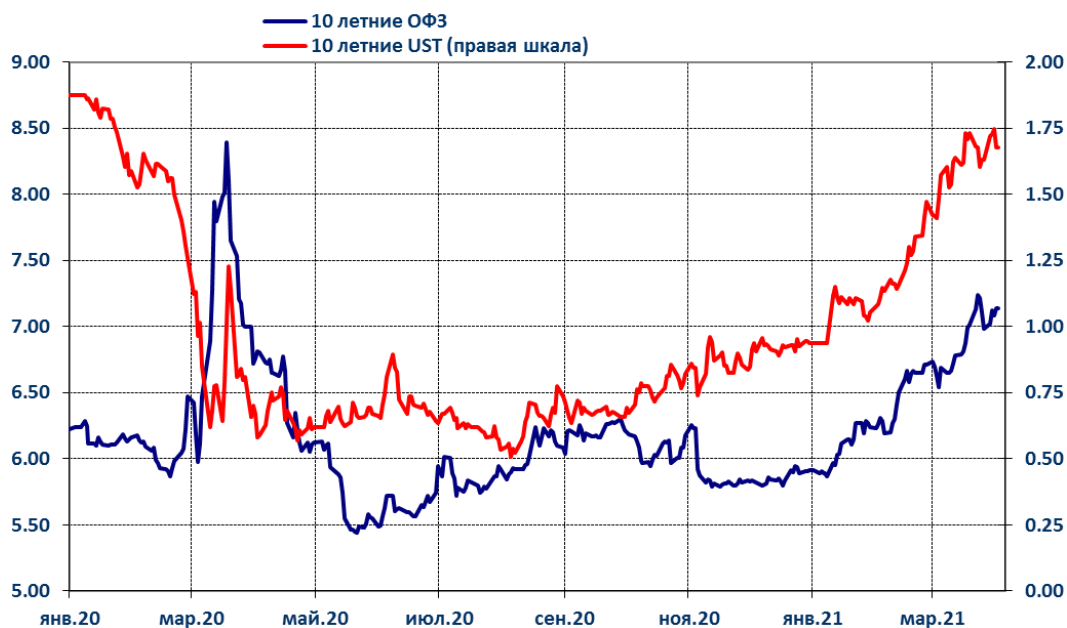
- агентство S&P 17 января сохранило кредитный рейтинг на нижней ступени инвестиционного уровня – «BBB-» со «стабильным» прогнозом;
- агентство Fitch 5 февраля подтвердило суверенный рейтинг России на уровне «BBB» со «стабильным» прогнозом.

### 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.

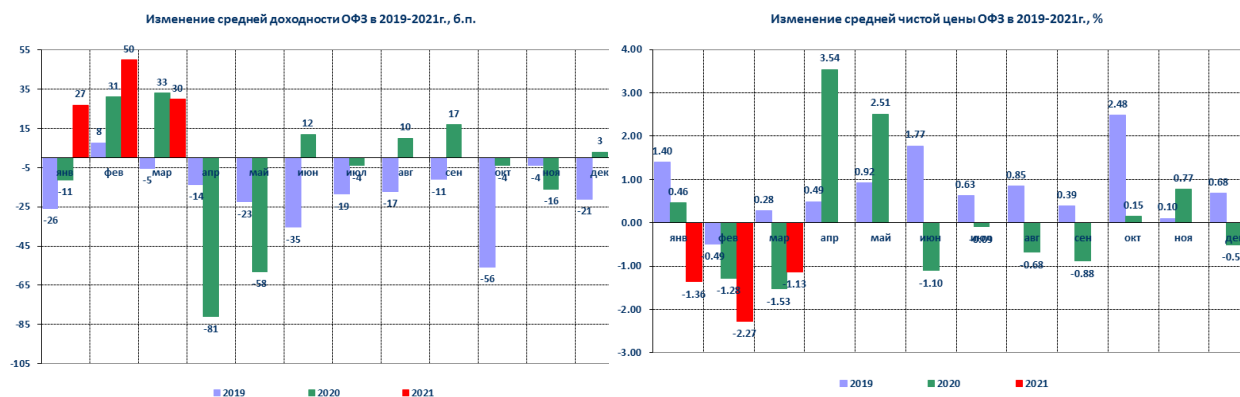
Среди внешних факторов, в первую очередь, можно назвать резкий рост с начала т.г. долгосрочных процентных ставок на всех рынках капитала как развитых, так и развивающихся стран, на фоне повышения инфляционных ожиданий при сохранении крайне мягкой ДКП всех центральных банков и восстановлении экономик. Драйвером роста были гособлигации США, доходность которых со сроком обращения 10 лет выросла с начала года на 0,82 п.п. до 1,74% годовых. 10-и летние гособлигации большей части (около 88% от 70 стран, рассматриваемых нами) развитых и развивающихся стран показали рост доходности в среднем на 0,55%, а наиболее существенное повышение ставок в пределах 1,45-5,5%, например, Бразилии, Намибии, Турции, Перу, Мексики, Колумбии. **Дополнительным внешним** фактором, который оказывает негативное влияние на российские ОФЗ, стали опасения расширения и усиления антироссийских санкций со стороны США (после вступления в должность нового президента и его команды) и Евросоюза.

### Динамика доходности 10-и летних ОФЗ и UST



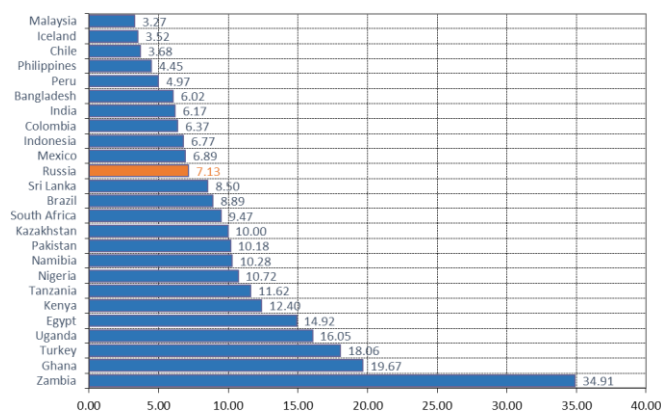
Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

По итогам марта повышение средней доходности ОФЗ-ПД замедлилось до 30 б.п. против 50 б.п. в феврале т.г. При этом снижение цен в среднем по рынку составило 1,13% против 2,27% в предыдущем месяце т.г. Средняя цена ОФЗ-ПК выросла на 0,2%, а средняя цена ОФЗ-ИН снизилась на 1,23%.

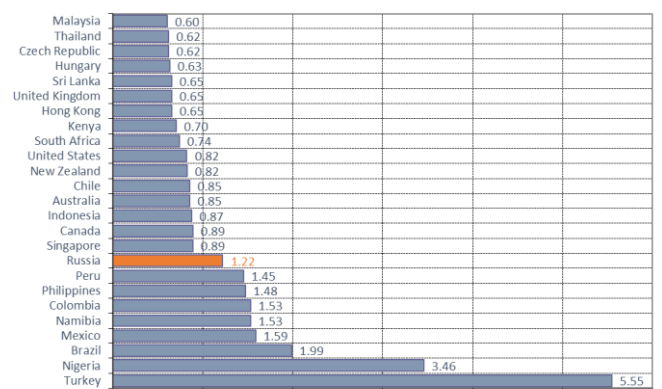


По итогам первых трех месяцев 2021г. ОФЗ заняли 10-е место по повышению с начала года среди 10-и летних гособлигаций развитых и развивающихся стран и 15-е место среди наиболее доходных гособлигаций по абсолютному значению.

**Максимальные доходности 10-и летних гособлигаций, % годовых**



**Максимальные изменения с начала года доходности гособлигаций, п.п.**



Источник: Refinitiv, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

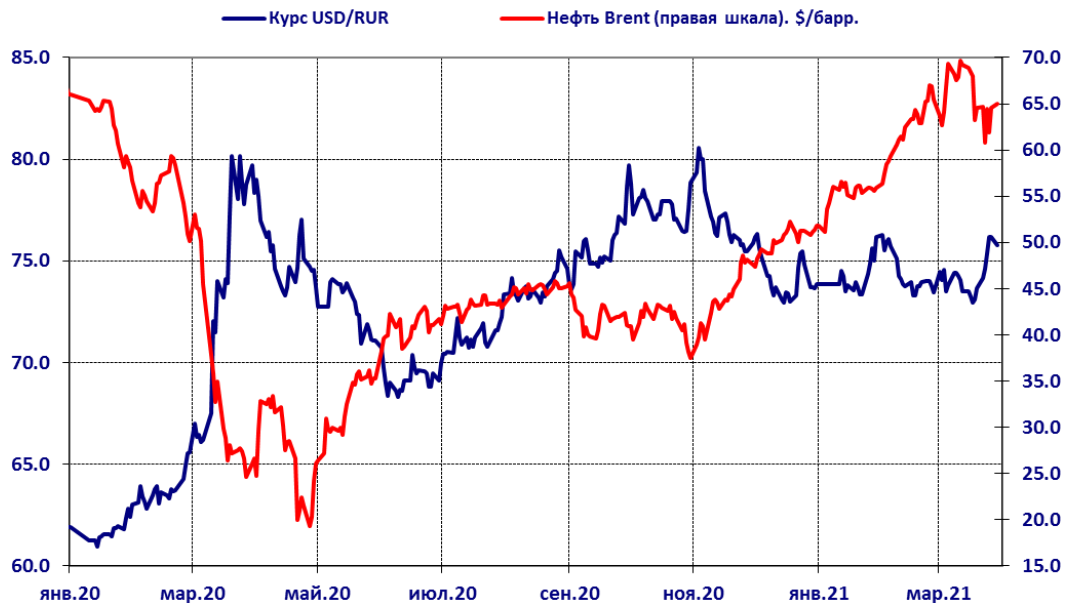
При этом даже позитивная динамика нефтяных котировок, наблюдаема более трех месяцев, возврат их на уровень начала прошлого года, не смогли существенно поддержать национальную валюту, которая остается одной из самой недооцененной в мире. Цена на нефть марки Brent на предпоследней неделе марта начала медленно отходить от достигнутых локальных максимумов. В четверг, 23 марта произошло резкое падение цен, которое превысило 6,9%, за которым последовала небольшая коррекция вверх. Среди причин негативной динамики нефтяных котировок - неуверенность участников рынка в устойчивости роста нефтяных котировок, наблюдаемого последние месяцы, на фоне очередного ухудшения эпидемиологическая ситуация в Европе. Кроме того, снижение цены на нефть марки Brent в конце марта определялось ожиданиями заседания ОПЕК+, которое было запланировано на 1 апреля. По нашим оценкам, средняя цена на нефть марки Brent в январе – марте 2021г. составила \$61,31 за баррель, что на 21,0% выше средней цены за аналогичный период 2020г. (\$50,65 за баррель). По итогам марта т.г. средняя цена на нефть марки Brent составила \$65,70 за баррель, что на 5,5% превысило среднюю цену за предыдущий месяц.

По данным Минфина РФ, средняя цена на нефть марки Urals в январе-марте 2021 года сложилась в размере \$59,8 за баррель, что на 24,1% выше средней цены за аналогичный период 2020г. (\$48,18 за



баррель). Средняя цена на нефть марки Urals в марте 2021 года сложилась в размере \$63,62 за баррель, что на 4,7% выше, чем в феврале т.г. (\$60,78 за баррель).

#### Курс рубля и цены на нефть марки Brent



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

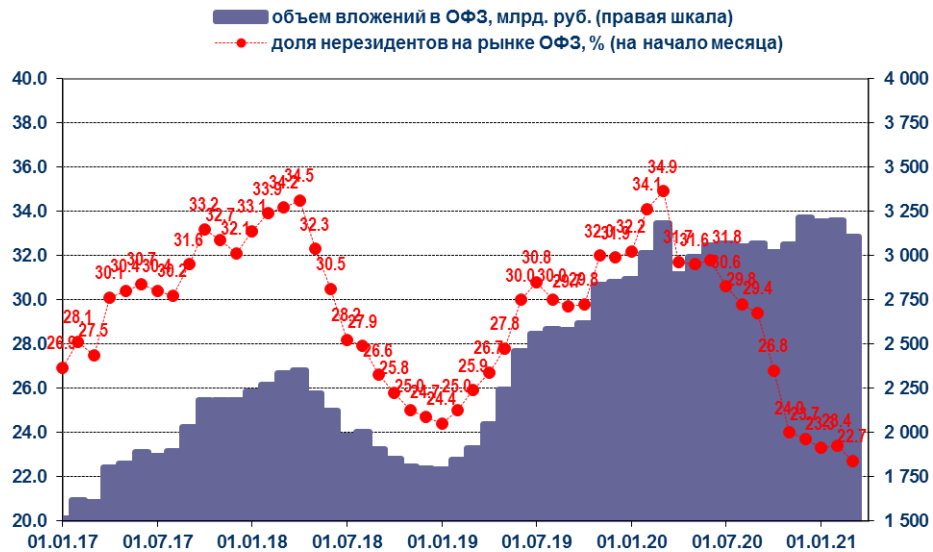
Слабость рубля можно назвать **одним из негативных внутренних** факторов, который снижает привлекательность рублевых активов для инвесторов-нерезидентов, и является одной из причин «разгона» инфляции. В конце марта курс доллара был установлен на уровне 75,7023 рублей, что стало на 1,8266 руб. или на 2,5% ниже, чем в конце прошлого года. 15 января 2021г. Минфин РФ возобновил ежедневную покупку валюты в рамках бюджетного правила, суммарный объем которой на 31 марта объем покупки составил 274,0 млрд рублей.

По данным Банка России, доля нерезидентов на рынке ОФЗ по состоянию на 1 марта 2021 года составляла 22,7%, что на 0,7% ниже показателя предыдущего месяца. Номинальный объем гособлигаций, принадлежащих нерезидентам, на 1 марта составил 3,104 трлн. рублей при общем объеме рынка ОФЗ 13,858 трлн. рублей. Таким образом, в номинальном выражении снижение вложений нерезидентов составило 96 млрд руб. (-3,0% за месяц), а рынок в целом вырос на 155 млрд руб. (+0,1%). С начала текущего года доля нерезидентов снизилась на 0,6 п.п., а номинальный объем на 87 млрд руб.

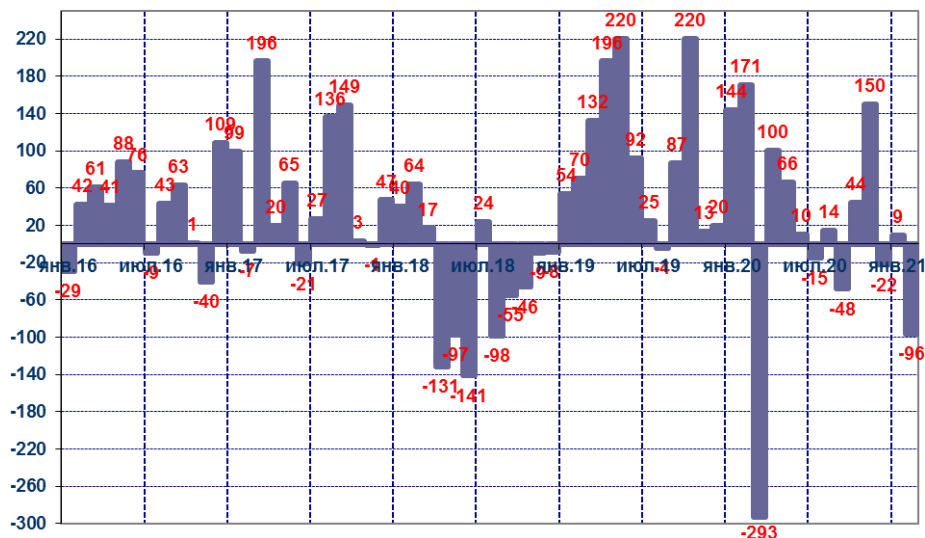
В обзоре рисков финансовых рынков Банка России было отмечено, что доля вложений нерезидентов на счетах иностранных депозитариев в НРД в облигации федерального займа (ОФЗ) за март снизилась на 1,8 п.п. - до 20,2%, а объем вложений сократился на 125 млрд руб.



### Доля и объем вложений инвесторов - нерезидентов на рынке ОФЗ



### Динамика объем вложений инвесторов - нерезидентов на рынке ОФЗ



Источник: Банк России, БК «РЕГИОН»

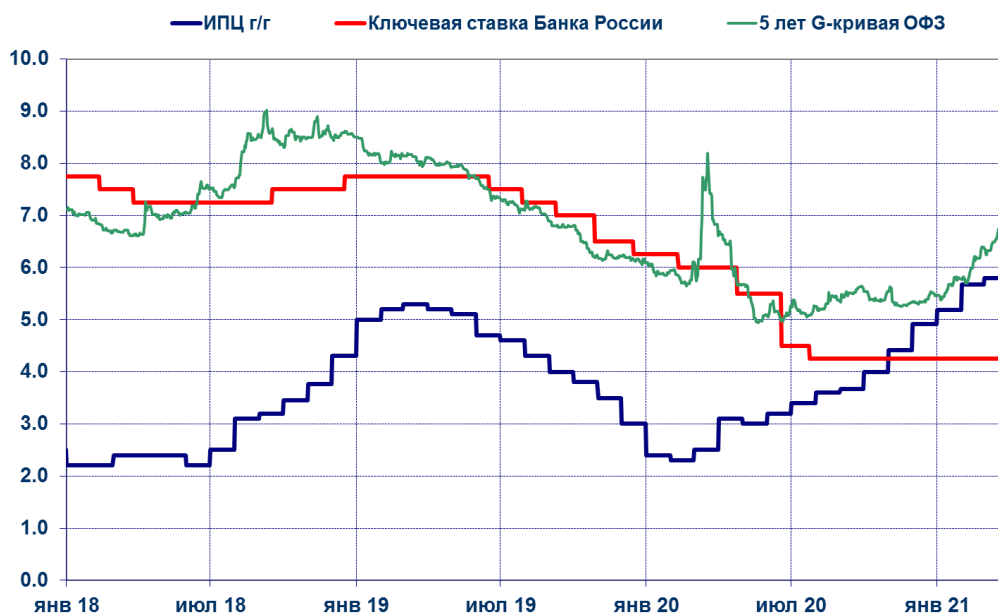
Среди внутренних факторов, оказывающих наиболее существенное негативное давление на рынок ОФЗ, можно назвать резкий рост в последние месяцы инфляции, которая по итогам 2020 года составила 4,91%, а по итогам января-марта выросла на 2,13% и достигла 5,79% в годовом выражении (такого высокого уровня не наблюдалось с ноября 2016г.) и сохранения ее на высоком уровне в ближайшие месяцы.

Рост инфляции привел к отказу регулятора на февральском заседании от дальнейшего снижения ключевой ставки, т.е. к завершению цикла смягчения ДКП, и к повышению неопределенности относительно дальнейших действий регулятора, который обозначил 2021-2023 гг. как сроки возможного начала перехода к нейтральным процентным ставкам, которые сейчас составляют 5-6%. Но на фоне ускорения инфляции в марте можно отметить появление нового фактора давления – рост опасений



инвесторов относительно возможности более раннего начала повышения ключевой ставки Банком России.

#### ИПЦ vs ключевая ставка Банка России



Источник: Росстат, Банк России

О такой возможности развития событий свидетельствовала, например, достаточно «жесткая риторика» последующих в начале марта заявлений зампреда ЦБР, после которых отдельные эксперты заговорили о возможности повышения ключевой ставки уже во втором квартале т.г. Однако, уже 19 марта 2021 года Совет директоров Банка России принял решение **повысить ключевую ставку на 25 б.п., до 4,50% годовых**, отметив в своем заявлении, что темп роста потребительских цен в 1 квартале складывается выше прогноза Банка России, а баланс рисков сместился в сторону проинфляционных. При этом было заявлено, что быстрое восстановление спроса и повышенное инфляционное давление формируют необходимость возвращения к нейтральной ДКП. Банк России продолжит определять сроки и темпы возврата к нейтральной ДКП 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. При этом Банк России **допускает возможность дальнейшего повышения ключевой ставки на ближайших заседаниях**. Банк России ожидает, что с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция вернется к своей цели вблизи 4% в первой половине 2022 года и будет находиться на этом уровне в дальнейшем.

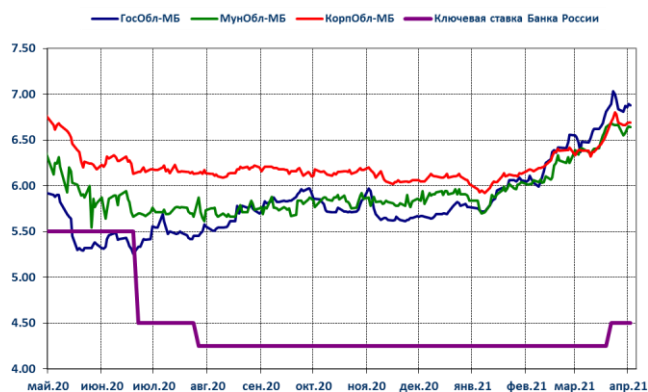
Несмотря на неожиданность такого решения для большинства экспертов и участников рынка, слабая реакция объясняется тем, что такое и даже более сильное повышение уже заложено в ценах ОФЗ. С начала года рост ставок на рынке ОФЗ составил в среднем по рынку составил 108 б.п., а по бумагам со сроком обращения от 2 до 10 лет в пределах 115-129 б.п. Тем не менее, **рост ставок на рынке ОФЗ может продолжиться в ожидании дальнейшего повышения ключевой ставки, которую на уровне нижней границы нейтрального диапазона (5%) мы ожидаем увидеть уже в июне т.г.**

Динамика цен и доходности на рынке субфедеральных и корпоративных облигаций бала аналогичной рынку гособлигаций, но менее выраженной. Так, судя по изменению рассчитываемых Московской биржей средней доходности субфедеральных и корпоративных облигаций, их отставание от повышения доходности ОФЗ составляет порядка 30% и 40% соответственно. Таким образом, сужение спрэдов на

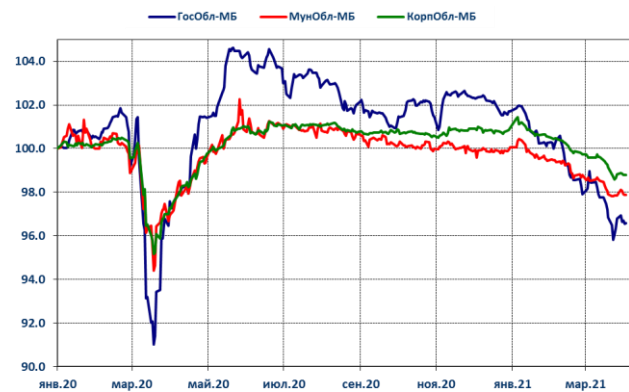


вторичном рынке является одной из тенденций первого квартала, которая носит временный характер, и мы ожидаем ее изменения вследствие роста активности первичного рынка, условия размещения на котором существенно отличаются от условий обращения на вторичном рынке. По состоянию на 2 апреля 2021г. индекс средневзвешенной доходности субфедеральных облигаций Московской биржи снизился с начала года на 80 б.п. до уровня 6,64% годовых (при дюрации 2,60 года и спреде к G-кривой ОФЗ на уровне 60 б.п., который сузился на 39 б.п. с начала года). Индекс средневзвешенной доходности корпоративных облигаций Московской биржи вырос с начала года на 67 б.п. до уровня 6,69% годовых (при дюрации 2,51 года и спреде к G-кривой ОФЗ на уровне 69 б.п., который сузился на 48 б.п. с начала года).

### Индексы средневзвешенной доходности МБ

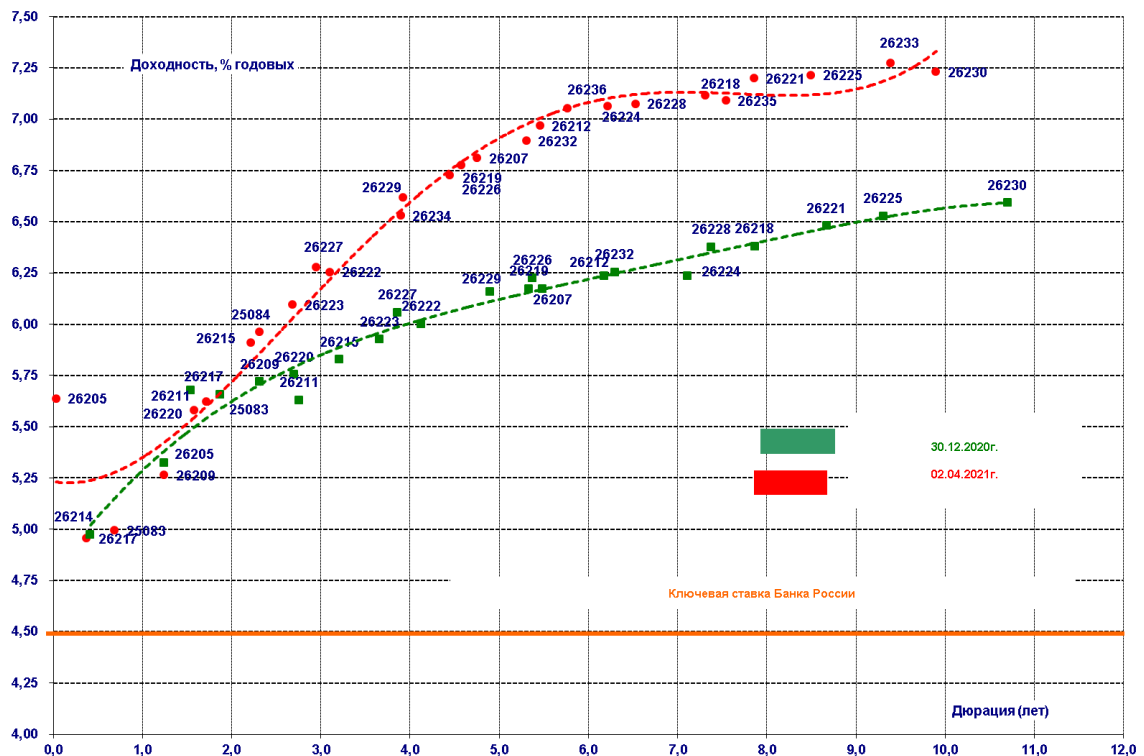


### Индексы чистой цены облигаций МБ



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

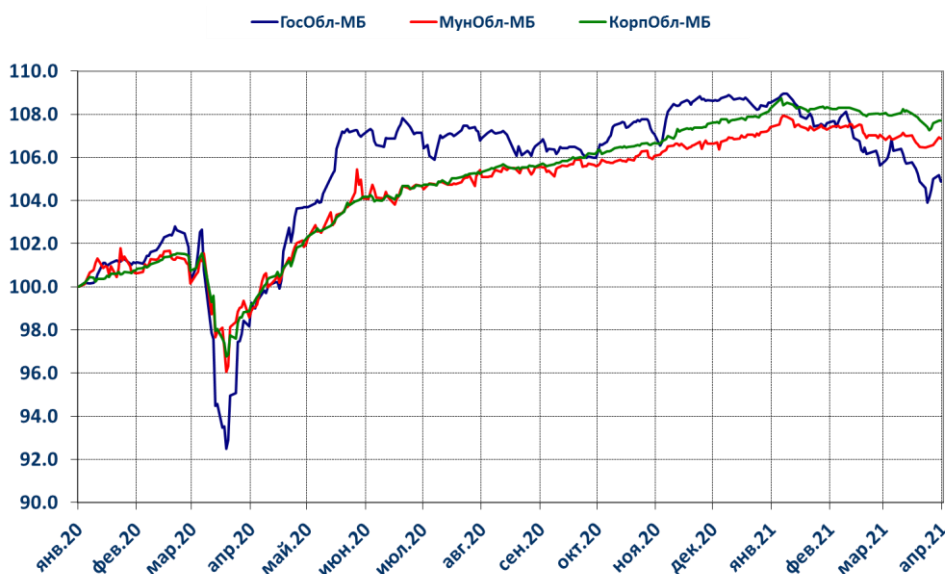
По итогам 1 квартала 2021г. вложения в федеральные, субфедеральные и корпоративные облигации **принесли инвесторам убыток, который в среднем по рынку составил 2,8%**. При этом наиболее неудачными на рынке капитала оказались вложения в ОФЗ (-3,3%). Вложения в субфедеральные и корпоративные облигации принесли убыток в размере 0,6% и 0,5% соответственно. Максимальный доход, составивший 7,7%, был получен от инвестиций в акции, которые стали единственным активом, существенно опередившими инфляцию. Вложения в иностранные валюты были неоднозначными: так, например, покупка доллара США принесла прибыль порядка 2,5% (незначительно опередив инфляцию за первый квартал), а покупка евро принесла убыток в размере 2,1%.

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

Инструмент	Период							
	I кв. 21	2020г.	2019г.	2018	2017	2016	2015	2014
<b>Рынок облигаций</b>								
Все рублевые облигации	-2.8%	8.4%	18.8%	1.4%	14.1%	8.7%	23.9%	-
Государственные (ОФЗ)	-3.3%	8.5%	20.0%	2.1%	12.8%	15.0%	29.4%	-14.4%
Субфедеральные	-0.6%	7.4%	13.4%	4.3%	10.3%	12.0%	16.2%	-4.5%
Корпоративные	-0.5%	8.3%	14.3%	4.4%	12.3%	11.0%	18.6%	-1.4%
<b>Рынок акций</b>								
Индекс МБ	7.7%	8.0%	28.6%	12.3%	-4.7%	25.7%	26.1%	-9.3%
<b>Валютный рынок</b>								
долл. США	2.5%	19.3%	-10.9%	21.8%	-6.0%	-16.8%	23.0%	81.1%
евро	-2.1%	30.9%	-12.7%	16.5%	6.9%	-19.9%	16.6%	52.0%
бивалютная корзина	0.2%	24.9%	-11.8%	19.2%	0.0%	-18.3%	19.3%	66.4%
<b>Инфляция (справочно)</b>								
ИПЦ	2.1%	4.9%	3.0%	4.3%	2.5%	5.4%	12.9%	11.4%

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 в 2021г.**

Прогнозирование ситуации в следующем году 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 приблизилась 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 \$55-60 за баррель нефти марки Brent являются оптимальными, и мы не ожидаем существенного роста котировок в первой половине 2021 года.
- ✓ **Геополитические риски.** По геополитическим событиям 2021 год обещает быть не менее насыщенным, чем 2020-й. Нет полной ясности касательно политики новой администрации США и ее взаимоотношений с Китаем, Евросоюзом и другими странами мира, которые провоцировали высокую волатильность на финансовых площадках мира ранее. Развязывание новых конфликтов или конфронтация старых только добавит напряженности и приведет к бегству инвесторов из рискованных активов. Кроме этого победа Джозефа Байдена на выборах президента США с его жесткой риторикой в адрес России также не снизила неопределенность в российско-американских отношениях: риски новых антироссийских санкций выросли.
- ✓ **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. Полагаем, что в первой половине 2021г. она продолжит повышаться на фоне низкой базы начала прошлого года, а также в случае снятия карантинных мер и возврата населения к нормальной жизни.
- ✓ **Денежно-кредитная политики Банка России.** В марте т.г. Банк России неожиданно поменял вектор ДКП в сторону ее ужесточения и повысил ключевую ставку на 25 б.п. до 4,50% годовых. При этом Банк России **допустил возможность дальнейшего повышения ключевой ставки на ближайших заседаниях.** Оставшиеся заседания Совета директоров Банка России по вопросам ДКП в 2021г. запланированы на 23 апреля, 11 июня, 23 июля, 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 переключались 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 низких депозитных ставок и ограничения Банком России продажи



населению «сложных» структурных продуктов роль инвестиций в долговой рынок со стороны розничного инвестора увеличится, 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 квартале – 1 трлн руб.). На текущий момент квартальный план был выполнен менее чем на 42%. В начале марта появилось сообщение, что в правительстве РФ обсуждается возможность снижения годового плана на 0,5-1,0 трлн руб. (т.е. до 2,65-3,15 трлн руб.). Чуть позже Министр финансов подтвердил эти намерения, не раскрывая их конкретные объемы. В случае реализации этих планов рынок ОФЗ получит определенную поддержку.
- ✓ **Источники ликвидности.** По оценкам Банка России на начало 2021г величина структурного профицита ликвидности снизилась до 0,2 трлн руб. против 2,761 трлн руб. на начало 2020г. Значительное влияние на ликвидность банковского сектора в 2020г. оказала реакция населения и бизнеса на введение ограничительных мер в связи с распространением пандемии, а также меры Правительства Российской Федерации по поддержке экономики и населения. В целом за 2020 г. отток ликвидности из банков был обусловлен главным образом повышенным спросом населения на наличные деньги. Динамика структурного профицита в ближайшие месяцы 2021 г., по оценкам Банка России, будет определяться в первую очередь операциями бюджета. Сезонно в начале года доходы бюджета превышают расходы, что формирует отток ликвидности из банков. Если Федеральное казначейство не увеличит пропорционально этому объем операций по размещению средств в кредитных организациях, то возможно повторение эпизодов временного перехода банковского сектора в ситуацию структурного дефицита ликвидности. При этом ожидается, что в ближайшие месяцы приток средств по бюджетному каналу возобновится и банковский сектор вернется к устойчивому профициту 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. 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 3,69 трлн руб., а также более 500 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](http://www.region.broker)  
REUTERS: REGION  
BLOOMBERG: RGNM

### **ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ**

Екатерина Шилыева (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))

### **МАКРОЭКОНОМИКА, 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 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.

---