



Александр Ермак aermak@region.ru
Юлия Гапон gapon@region.ru

Рынок рублевых облигаций: позитива было больше, несмотря на трудный год

Основные итоги рынка рублевых облигаций за 2020 год

В 2020г. на рынке рублевых облигаций наблюдалось разнонаправленное движение цен под влиянием как внешних, так и внутренних факторов. При этом по итогам года в целом зафиксировано преимущественное повышение цен и снижение доходности рублевых облигаций, но не столь существенные как годом ранее. В мае 2020г. доходности облигаций достигли своих исторических минимумов, но не смогли закрепиться на этих уровнях. Даже после плавного повышения во второй половине года ставки остались ниже минимальных уровней прошлых лет, в т.ч. зафиксированных осенью 2007 года. В 2020г. произошло повышение активности на биржевых торгах в сегментах федеральных и субфедеральных облигаций, при ее снижении в корпоративном секторе. Одним из главных событий 2020г. стала рекордная эмиссия не только ОФЗ (на долю которых пришлось большая часть размещений), но и в сегментах субфедеральных и корпоративных облигаций, которая стала ответной реакцией на рост расходов на борьбу с пандемией коронавируса. В следующем 2021 году мы ожидаем сохранения неопределенности на рынке рублевых облигаций под влиянием сохранившихся с прошлого года факторов и с выходом на первые места вопросов, связанных с денежно-кредитной политикой Банка России.

Ключевые события 2020г.

В 2020г. российский долговой рынок находился под давлением как внешних, так и внутренних факторов, в тоже время наблюдались и факторы поддержки.

Основные внешние факторы

Основной темой, господствующей на мировых финансовых рынках в течение 2020 года, стала пандемия COVID – 19, к которой периодически добавлялись противостояние на нефтяном рынке, а также геополитические события.

- ✓ **COVID – 19.** Быстрое распространение коронавируса в начале 2020 года, которое парализовало отдельные отрасли экономик различных стран и отбросило российский долговой рынок на уровни конца 2019года, тем не менее, имело непродолжительный характер. Локальный облигационный рынок достаточно быстро восстановился, доходности обновили исторические минимумы. Во второй половине года ситуация с пандемией выглядела достаточно напряженной. Третий квартал прошел в ожидании второй волны пандемии. На мировых финансовых площадках «правила бал» всеобщая «рискофобия». Правительства и компании готовились к возможному новому осеннему всплеску COVID-19. В конце года финансовые рынки активно реагировали на новости об успехах в создании коронавирусных вакцин.
- ✓ **Геополитические риски.** В течение года значимость геополитики для российского финансового рынка менялась: если в начале года геополитические риски в виде санкций и торговых войн, на протяжении последних лет оказывающих давление на российские активы, не имели первостепенного значения, то во второй половине года вышли на передний план. Постоянно всплывающая тема санкций (к газопроводам «Турецкий поток» и «Северный поток - 2», по делу А. Навального, за возможную поддержку Беларуси в борьбе с протестным движением после президентских выборов в республике, за кибератаки и вмешательство в выборы в США) оказывала серьезное давление на российский долговой рынок. Усилению геополитических рисков способствовало также обострение конфликта в Нагорном Карабахе, а также предвыборная президентская кампания в США.
- ✓ **Динамика нефтяных цен.** 2020 год, начавшийся для нефтяного рынка шоком от срыва сделки ОПЕК+ и последующим обвалом нефтяных цен до отметки ниже \$20 за баррель, прошел под постоянным давлением опасений, связанных с негативным влиянием пандемии на спрос на сырье. В конце года повышательный тренд в нефтяных котировках, вызванный прогрессом в разработке вакцин и началом массовой вакцинации в некоторых странах, привел к росту цен на нефть до отметок выше \$50 за баррель, что, тем не менее, все еще на 25% ниже цен на нефть начала 2020 года. По нашим расчетам, средняя цена на нефть марки Brent в январе-декабре 2020 года сложилась в размере \$41,4 за баррель, что на 35,3% ниже показателя за 2019 год.
- ✓ **Денежно – кредитная политика мировых центральных банков.** Распространение пандемии и экономический кризис, вызванный ею, нацелили правительства и финансовые регуляторы на серьезные меры поддержки своих экономик. Большинство Центробанков мира перешло к мягкой денежно-кредитной политике, получив сигнал о серьезности последствий эпидемии коронавируса от ФРС США, которая в марте снизила ставку дважды (3 марта экстренно на 50 б. п. и еще на 100 б.п. 15 марта 2020г), а стабилизационные пакеты помощи достигли в некоторых странах 10-35% ВВП.

Основные внутренние факторы

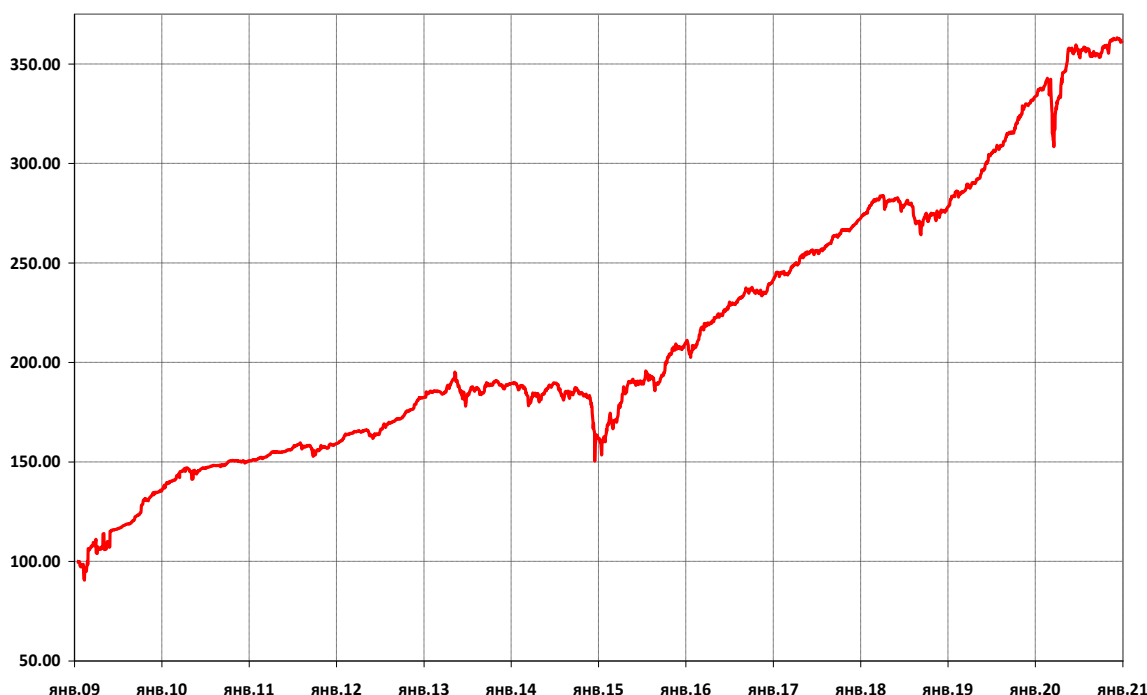
- ✓ **Денежно-кредитная политики (ДКП) Банка России.** В 2020г. российский регулятор продолжил реализацию мягкой ДКП, которая стартовала в июне 2019г. В целом за 2020 год ключевая ставка снижалась 4 раза на 2 п.п. до исторически минимальных 4,25%. Замедление темпов инфляции в начале года позволило Банку России в феврале снизить ключевую ставку в шестой раз подряд, а



на заседании в марте сохранить ее на уровне 6,0% годовых. После активной поддержки рынка со стороны Банка России во 2 квартале (введение ряда нормативных «поправок» для финансового сектора и неоднократное снижение ключевой ставки, увеличение шага снижения до 100б.п.), которая способствовала активному восстановлению рублевого долгового рынка, в 3 квартале помощь регулятора была более «сдержанной» (снижение ставки на 25б.п. на июльском заседании и сохранение на прежнем уровне в сентябре плюс ужесточением риторики). Такая политика убедила рынок в скором изменении вектора ДКП и привела к росту ставок на рынке ОФЗ в августе и сентябре. В ситуации ускорения инфляции и роста санкционных рисков на всех трех заседаниях 4 квартала Банк России сохранял ставку на уровне 4,25%.

- ✓ **Ослабление рубля.** Падение цен на нефть и общая «рискофобия» на рынках привели к снижению интереса к рисковым активам, в том числе к российским госбумагам и рублю. Провальными для рубля стали март, сентябрь и ноябрь 2020г., пик падения – выше отметки в 80 руб. за доллар. В 3 квартале российский рубль «отвязался» от нефти: несмотря на довольно стабильные цены на нефть, рубль выглядел слабым. Курс доллара к рублю за это время вырос на 11,8%. По итогам 2020 года российская валюта подешевела на 19% по отношению к доллару США и на 30% - к евро.
- ✓ **Переориентация на внутреннего инвестора.** Особенностью 2020г. стало снижение значимости иностранных вложений в ОФЗ. Если в конце предыдущего года доля нерезидентов на рынке госдолга достигала 32%, то на 01.12.2020г. (после пикового значения в 34,9% в марте 2020г.) она сократилась до 23,7%.
- ✓ **Рост объемов размещения ОФЗ.** Даже анонсирование Минфином планов по привлечению средств с публичного рынка оказывает существенное влияние на облигационный рынок. В июне 2020г. Минфин заявил о существенном увеличении эмиссии государственных облигаций во втором полугодии 2020 года. Крупный навес планируемых размещений ОФЗ при отсутствии новых вложений на рынке со стороны инвесторов - нерезидентов стали определяющими факторами повышения процентных ставок в конце года. Общий объем размещенных в 2020 году ОФЗ составил 5,3 трлн руб., что на 129,5% превысило первоначальный план заимствования.

Инвестиционные возможности на рынке ОФЗ в 2009-2020гг., %



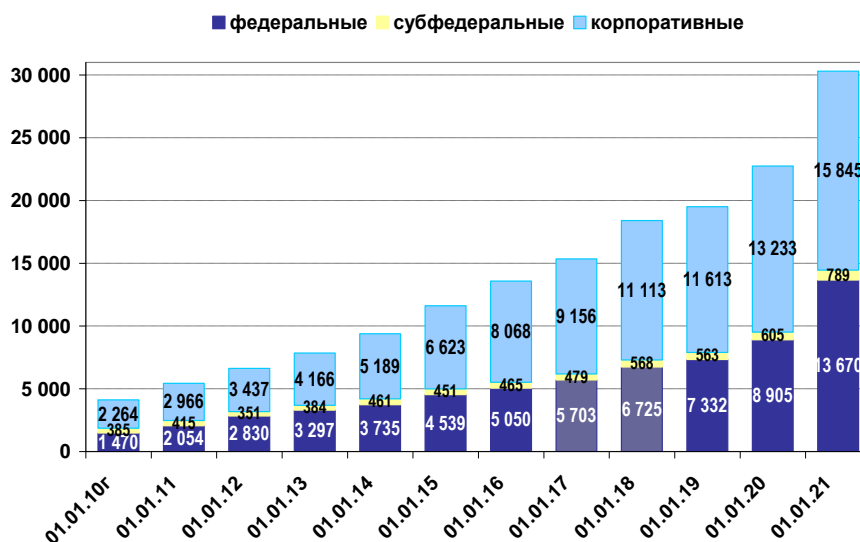
Источник: приведенный индекс валового дохода МБ (на 1 января 2009г. значение индекса=100), расчеты ООО «БК РЕГИОН»



Объем и структура рынка рублевых облигаций

По итогам 2020г. общий объем рынка рублевых облигаций увеличился на 33,24% по сравнению с началом года и составил около 30 303,7 млрд руб. При этом **объем рынка ОФЗ вырос** на 53,51% и составил около **13 669,8** млрд руб. Объем в обращении корпоративных облигаций составил на 1 января 2021 года около 15 844,6 млрд руб., что на 19,7% выше уровня начала 2020 года. Объем рынка региональных облигаций вырос на 30,36% и составил 789,3 млрд руб., столь высоких темпов не наблюдалось с 2011 г.

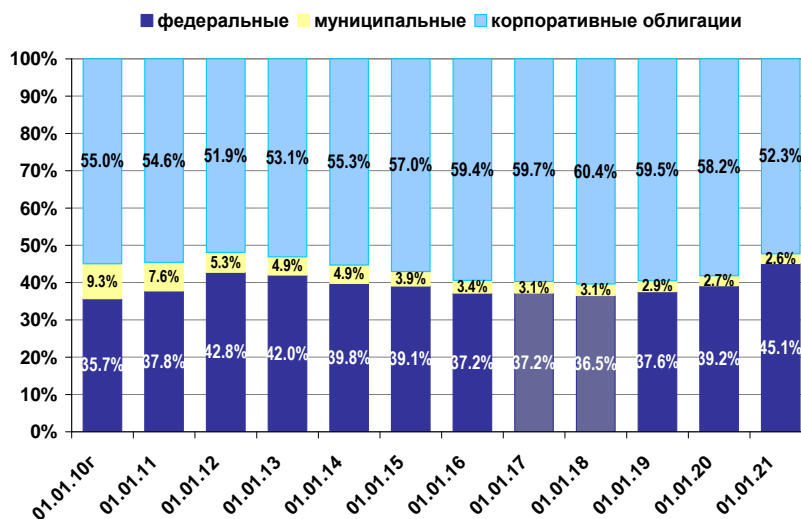
Объем рублевого облигационного рынка в обращении, млрд руб.



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

В результате **структура рынка в течение последних трех лет продолжает однонаправленно меняться**: доля ОФЗ продолжила рост и составила на конец года 45,11% против 39,15% в начале года, доля корпоративных облигаций вновь снизилась и составила 52,29% против 58,18% в начале года. Доля субфедеральных облигаций снизилась до 2,60% против 2,66% на начало года, показав минимальный уровень за последние 10 лет, в течение которых сохранялась устойчивая тенденция снижения доли после того, как на начало 2010г. был зафиксирован рост до 9,35%.

Структура рублевого облигационного рынка в обращении, %

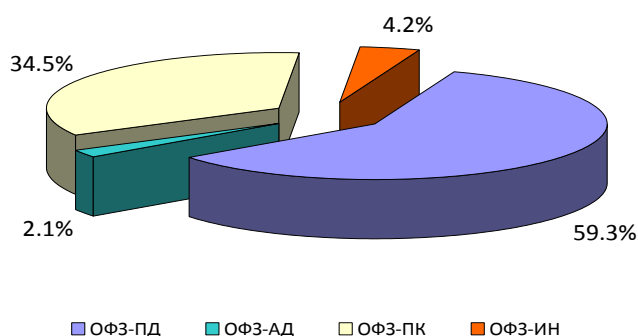


Источник: расчеты БК «РЕГИОН»



На рынке государственных облигаций основную долю около 59,3% занимают облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД), которая впервые по итогам года не увеличилась, а снизилась на 13,4 п.п. по сравнению с началом года. Продолжается снижение (на 1,8п.п.) доли облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД), которая составила 2,1%. Доля ОФЗ-ПК выросла с начала года на 15,2 п.п. до 34,5%. Около 4.2% (+0,1 п.п. с начала года) рынка занимают облигации федерального займа с индексированным номиналом (ОФЗ-ИН). Повышение доли ОФЗ-ПК стало результатом активного предложения этих бумаг Минфином РФ на первичных аукционах в третьем - четвертом квартале т.г., на долю которых пришлось порядка 81% и 87% от общего объема соответственно.

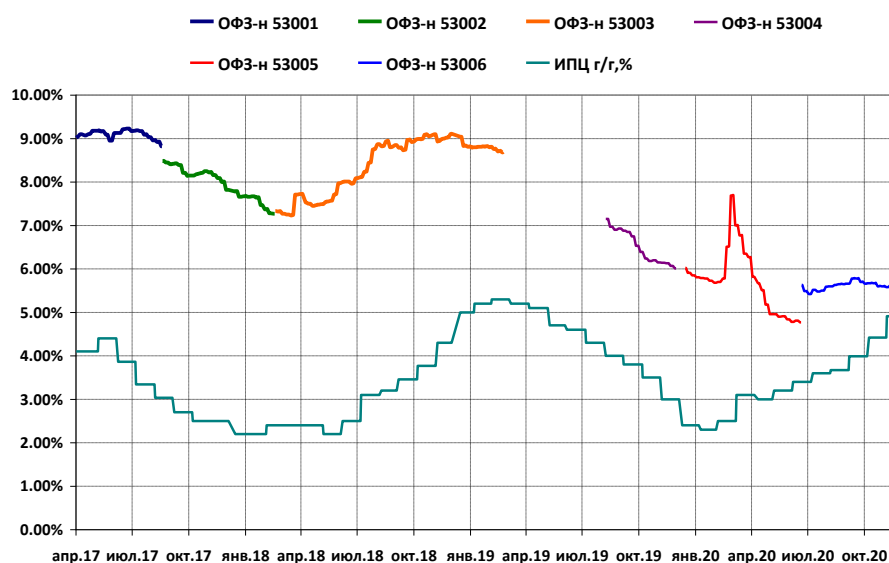
Структура рынка федеральных облигаций



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Кроме того, на конец 2020г. на счетах физических лиц лежали **ОФЗ-н** четырех выпусков на общую сумму 39,787 млрд руб., которая снизившись с начала года на 24,241 млрд руб. (в т.ч. за счет погашения двух выпусков на 39, 933 млрд руб.). В течение 2020г. проходило размещение выпуска ОФЗ-н 53005, которое началось 9 января и закончилось в 15 июля при объеме 5,571 млрд руб., и размещение выпуска ОФЗ-н 53006, которое началось 16 июля и должно завершиться в январе 2021г., а размещенный объем на 25 декабря составлял 10,371 млрд руб.

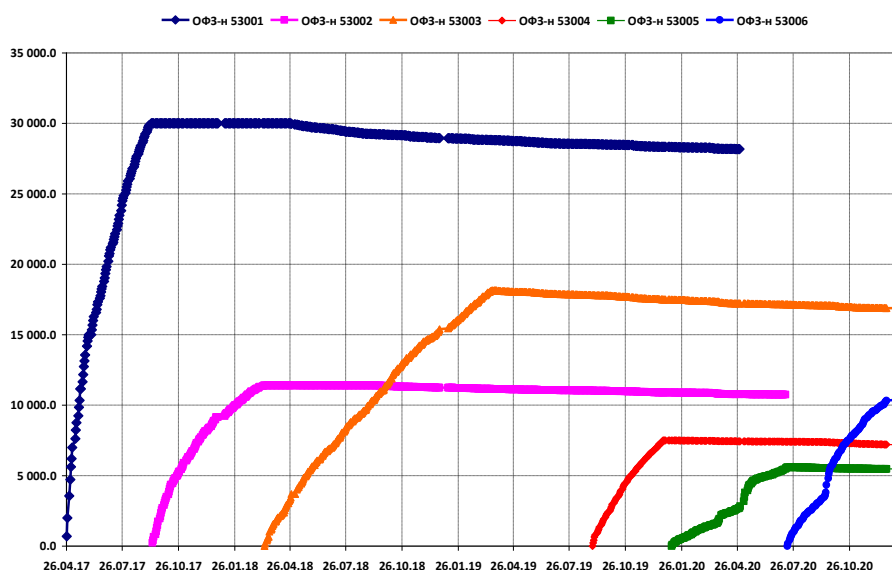
Эффективная доходность при размещении ОФЗ-н



Источник: Банк России, Росстат, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



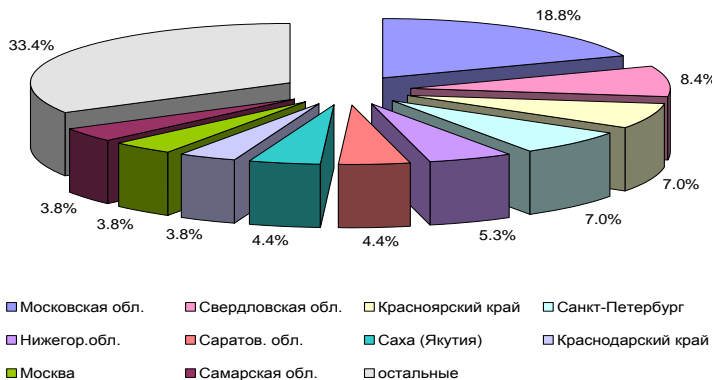
Объемы размещения ОФЗ-н



Источник: Банк России, Росстат, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

На рынке субфедеральных и муниципальных облигаций, обращающихся на МБ, на конец 2020г. было представлено 119 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»

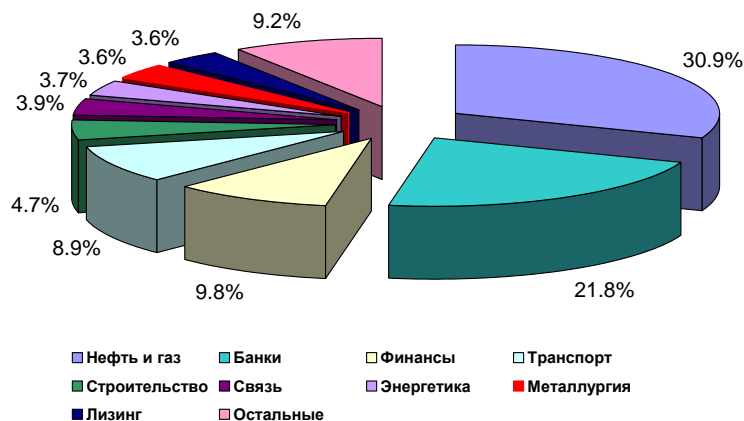
Безусловным лидером на рынке (с существенным отрывом от других регионов) является Московская область, объем облигаций в обращении которой составляет 148 млрд руб. или 18,8% от общего объема рынка субфедеральных облигаций. Второе место занимает Свердловская область (66 млрд руб. или 8,4%), замыкает «тройку лидеров» Красноярский край (55,47 млрд руб. или 7,0%). На долю регионов, занимающих с 4 по 10 место, приходится от 5,3% до 3,8% рынка. При этом первая десятка регионов занимает порядка 66,6% рынка субфедеральных облигаций.

На рынке корпоративных облигаций на конец 2020г. в обращении на Московской бирже находилось 1792 выпуска 353 эмитентов. Максимальную долю на рынке по-прежнему сохраняет нефтегазовый сектор с объемом 4,192 трлн руб. или 30,9%. На втором месте с долей рынка в 21,8% банковские облигации общим объемом 2,956 трлн руб. Еще порядка 9,8% занимают облигации финансовых компаний (в т.ч. ипотечные облигации). Реальная экономика представлена транспортным



сектором (8,9%), строительством (4,7%), связью (3,9%), энергетикой (3,7%), металлургией (3,6%). На долю лизинговых компаний приходится 3,6% рынка, а остальные отрасли представляют 2,6% рынка или менее.

Отраслевая структура рынка корпоративных облигаций, % от общего объема

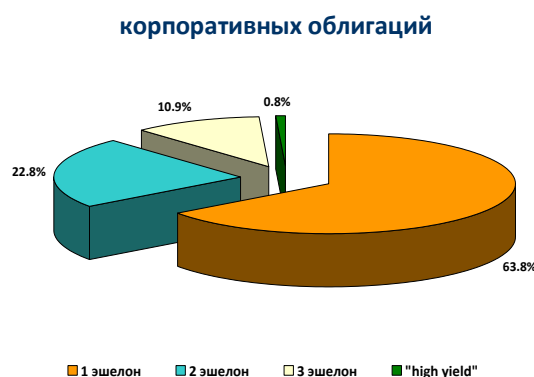
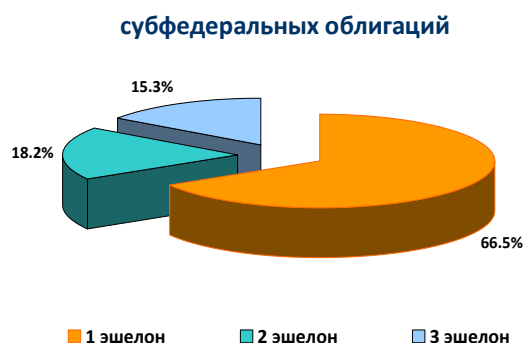


Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН».

По нашим оценкам, доля облигаций региональных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) выросла до 66,5% с 61,6% в начале года. Доля облигаций второго и третьего эшелонов составила 18,2% и 15,3% против 18,7% и 19,7% в начале года соответственно.

Доля облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством), по нашим оценкам, изменилась незначительно и составила 63,8% против 64,0% на конец и начало 2020 года от суммарного объема рынка соответственно. Доля облигаций второго эшелона составляет, по нашим оценкам, 22,8% (21,7% на начало года), третьего эшелона – 10,9% (13,3% на начало года). На конец 2020г. в обращении на рынке находятся 160 выпусков высокодоходных облигаций (ВДО) на общую сумму порядка 104.3 млрд руб. по номинальной. Их доля составила 0,8% против 0,9% на начало года.

Эшелонированность рынка, % от общего объема



Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Крупнейшими эмитентами корпоративных облигаций являются: НК Роснефть (с долей 24,7%), РЖД (7,8%), Сбербанк (5,7%), Дом.РФ ИА (4,5%). На долю 30 крупнейших корпоративных эмитентов приходится порядка 74,2%.



Крупнейшие эмитенты на рынке корпоративных облигаций, % от общего объема

№ п.п.	Эмитент	Объем в обращении, млн руб.	Доля рынка, %	Количество выпусков
1	НК Роснефть	3 356 000	24.7%	48
2	РЖД	1 056 200	7.8%	52
3	Сбербанк	767 317	5.7%	314
4	Дом.РФ ИА	614 881	4.5%	29
5	ВЭБ.РФ	315 222	2.3%	28
6	Газпромбанк	307 187	2.3%	39
7	Россельхозбанк	295 274	2.2%	44
8	ВТБ	248 032	1.8%	121
9	ФСК ЕЭС	246 000	1.8%	20
10	Транснефть	231 000	1.7%	14
11	ДОМ.РФ	223 700	1.6%	23
12	ГТЛК	221 393	1.6%	26
13	Газпром нефть	205 000	1.5%	14
14	МТС	184 500	1.4%	18
15	Газпром, Газпром Капитал	175 000	1.3%	14
16	АФК Система	157 200	1.2%	16
17	Росбанк	151 938	1.1%	24
18	АЛЬФА-БАНК	145 000	1.1%	21
19	Банк ФК Открытие	137 851	1.0%	29
20	Башнефть	125 000	0.9%	17
21	Ростелеком	125 000	0.9%	11
22	ИКС 5 ФИНАНС	120 000	0.9%	16
23	Трансфин-М	92 261	0.7%	21
24	ЕвроХим	87 000	0.6%	6
25	МегаФон	85 000	0.6%	7
26	МЕТАЛЛОИНВЕСТ	85 000	0.6%	12
27	РУСАЛ Братск	85 000	0.6%	6
28	СУЭК-Финанс	81 000	0.6%	4
29	Магнит	80 000	0.6%	7
30	Роснано	71 580	0.5%	9

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

На конец 2020г. на облигационном рынке находятся в обращении 349 выпусков рублевых (т.н.) инвестиционных облигаций, доход по которым зависит от изменения базового актива, на общую сумму порядка 270.1 млрд руб. по номинальной стоимости. Эмитентами инвестиционных облигаций выступают 10 кредитных организаций, в числе которых представлены как государственные (Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, Банк ФК Открытие, Промсвязьбанк), так и частные банки (МКБ, Райффайзенбанк, Тинькофф). Крупнейшим эмитентом таких облигаций является Сбербанк, 210 выпусков инвестиционных облигаций которого в объеме 233,3 млрд руб. (с долей рынка 86,4%) обращались на конец 2020года. При этом 67% по количеству и 65% по объему из обращающихся облигаций были размещены в 2020 году. Вторым крупнейшим эмитентом является ВТБ, 105 выпусков инвестиционных облигаций которого в объеме 29,3 млрд руб. (с долей рынка 10,9%) обращались на конец 2020 года. Объем в обращении остальные 35 выпусков 8 банков составлял 7,6 млрд руб. или 2,8% от общего объема инвестиционных облигаций в обращении.

Основные показатели первичного рынка

Объем первичных размещений рублевых облигаций по итогам 2020г. составил, по нашим оценкам, около 9 111.0 млрд руб., что на 94.4% выше показателя предыдущего года. При этом первичный рынок ОФЗ показал рост в размере 153,6%, субфедеральных облигаций - 141,3%, а рынок корпоративных облигаций на 42.9%. При этом в каждом сегменте был зафиксирован рекордные за всю историю объемы первичных размещений.

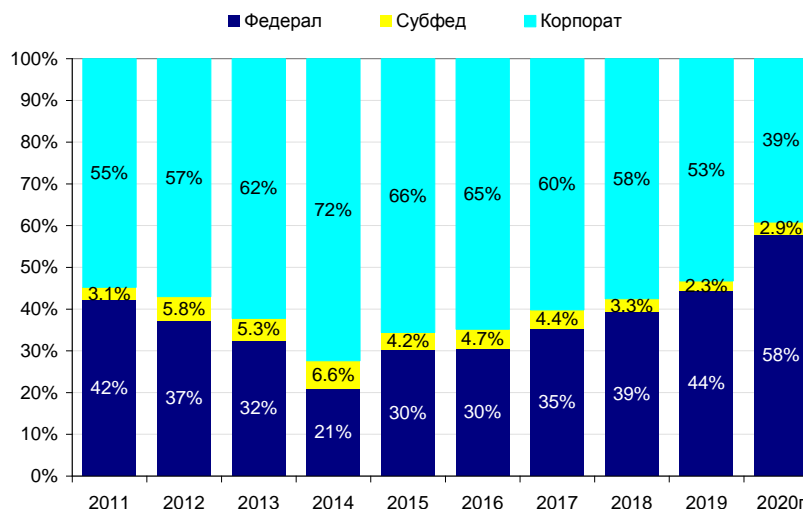
Объем первичного размещения облигаций в 2011–2020гг., млрд руб.



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

На долю ОФЗ пришлось 57,9% от общего объема размещений, на долю корпоративных и субфедеральных облигаций – 39,1% и 2,9% соответственно. Впервые за последние 10 лет объем размещения государственных облигаций превысил объем корпоративных облигаций.

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



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



Аукционы по размещению ОФЗ. В начале 2020 года проходили на фоне роста интереса со стороны инвесторов. Суммарный спрос вырос с 80-150 млрд руб. в первые два аукционных дня до 190-240 млрд руб. в конце января – начале февраля т.г. При этом, если первые аукционы проходили с «премией» по доходности, то последующие размещения были с дисконтом в пределах 3 – 5 б.п.. В конце февраля на фоне повышения доходности на вторичном рынке результаты **аукциона были провальными**. Столь низкого спроса на аукционе, который составил около 13,3 млрд руб., не наблюдалось более года. А объем размещения (около 9,1 млрд руб.) стал минимальным показателем на безлимитных аукционах. При этом Минфин был вынужден предоставить инвесторам «премию» в размере 8-9 б.п. по доходности, которой также не наблюдалось с августа 2019г. По итогам первых двух месяцев Минфин РФ выполнил на 80,22% план привлечения на рынке ОФЗ в I квартале т.г., который был установлен на уровне 600 млрд руб. В начале марта Минфин РФ «в условиях повышенной волатильности на финансовых рынках» принял решение **отказаться от проведения аукционов** по размещению гособлигаций «в целях содействия процессу стабилизации рыночной ситуации». А в конце марта Минфин РФ отложил публикацию графика аукционов по размещению облигаций федеральных займов на II квартал 2020 года, отметив в своем сообщении, что он "будет опубликован после принятия Минфином России решения о возобновлении проведения аукционов по размещению ОФЗ".

После более полуторамесячной «паузы» Минфин РФ решил протестировать рынок, предложив инвесторам на аукционах 8 апреля т.г. три выпуска ОФЗ. Несмотря на то, что результаты первых аукционов выглядели неоднозначно, они позволили Минфину РФ объявить график аукционов на второй квартал в размере 600 млрд руб. по номинальной стоимости и продолжить размещение ОФЗ, объем которого по итогам квартала **стал рекордным за всю историю рынка**. Из месяца в месяц Минфин наращивал объемы размещения (см. график), однако в отдельные аукционные дни апреля, мая и второй половины июня наблюдался низкий спрос. 20 мая был абсолютный рекорд по объему размещения, который составил около 170 млрд руб., а 2 июня был зафиксирован второй за всю историю результат, который был равен 162 млрд руб. Первые аукционы в апреле проходили по более высоким ставкам (от +70 до +90 б.п. к результатам февраля), в дальнейшем наблюдалось снижение ставок до середины июня, после чего произошел рост в пределах 10-20 б.п. По итогам аукционов в апреле - июне Минфин РФ разместил гособлигации на общую сумму порядка 1 105,022 млрд руб., выполнив на 184,17% план привлечения на рынке ОФЗ во 2 квартале 2020г.

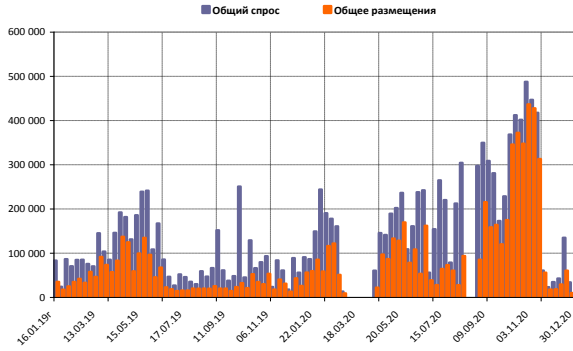
В первые два месяца III квартала ситуация на первичном рынке ОФЗ **оставалась крайне сложной**, а из-за роста волатильности в середине августа Минфин был вынужден отказаться от проведения аукционов 19 августа. При этом **спрос на ОФЗ-ПД постоянно снижался, особенно на долгосрочные бумаги, а цены в заявках инвесторов на все ОФЗ становились все более агрессивными**. Поэтому две трети этих заявок отсекались эмитентом, а аукцион 12 августа по размещению ОФЗ-ПК 24021 был признан несостоявшимся в связи с отсутствием заявок по приемлемым уровням цен. Также в сообщении было отмечено, что размещение ОФЗ-ПК, предоставляющих инвесторам эффективную страховку от процентного риска, со значительным дисконтом по цене к рыночным уровням без привлечения значимого объема заемных ресурсов признано нецелесообразным. В результате по итогам первых двух месяцев квартальный план, который был установлен на уровне в 1 трлн руб., был выполнен всего на 40,45%. Для реализации квартального плана эмитенту было необходимо размещать облигации на сумму порядка 119,1 млрд руб. еженедельно при среднем объеме размещения 67,4 млрд руб. в июле-августе. Несмотря на большие объемы еженедельных размещений, не только выполнение, но и перевыполнение этих планов стало реалистичным благодаря достаточно большому объему (на сумму более 837 млрд руб. к которым в конце сентября было добавлено еще два выпуска на общую сумму 900 млрд руб. по номинальной стоимости) неразмещенных ОФЗ-ПК, которые пользуются повышенным спросом со стороны инвесторов. В сентябре еженедельный объем размещений в среднем составил более 166,6 млрд руб., а квартальный план был выполнен на 123,8%

Четвертый квартал начался крайне успешно для Минфина РФ: за 6 первых аукционных дней квартальный план, установленный на уровне 2 трлн руб., был выполнен на 112%, а по итогам квартала – на 121,8%. В октябре – первой половине ноября при среднем спросе 424 млрд руб. еженедельно размещалось в среднем на 374 млрд руб., а во второй половине средний спрос снизился до 55 млрд руб., а размещение – до 32 млрд руб. Это было связано с тем, что в декабре Минфин отказался от безлимитного размещения ОФЗ-ПК, переориентируясь на предложение средне- и долгосрочных ОФЗ-ПД, которые не пользовались спросом.

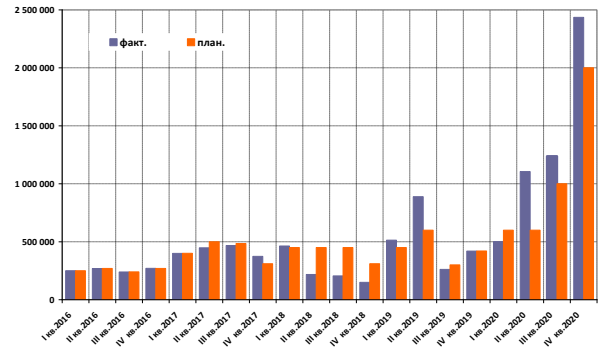


Еженедельные объемы спроса и размещения ОФЗ

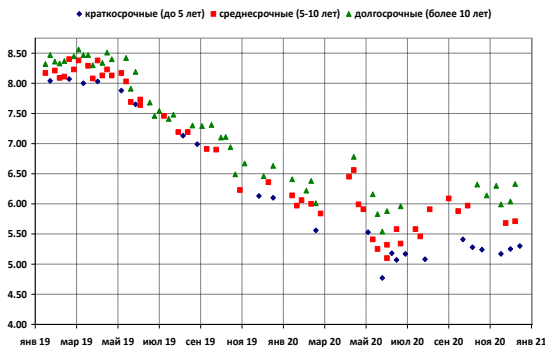
Объемы спроса и размещения ОФЗ, млн руб.



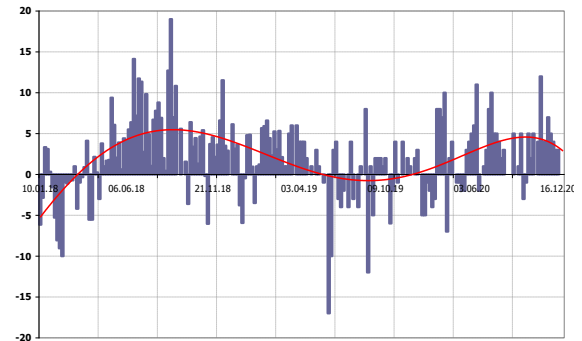
Размещение ОФЗ поквартально, млн руб.



Доходность размещенных ОФЗ в 2019-2020г., % годовых

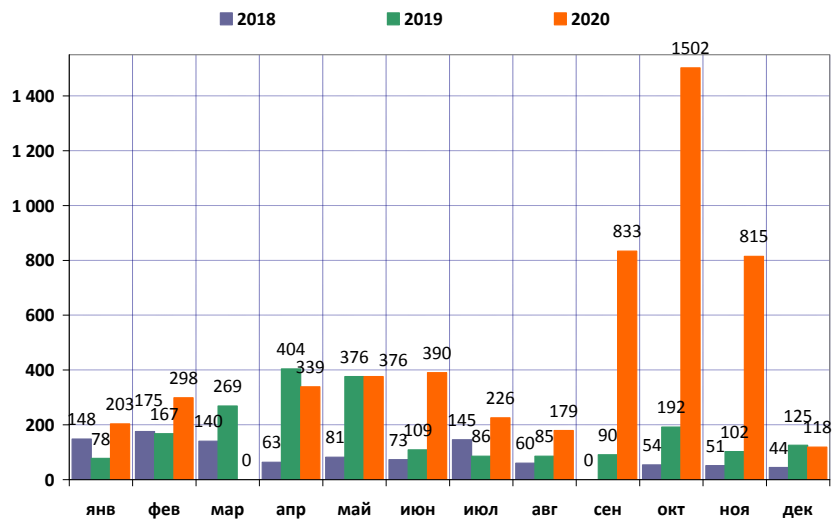


Средняя «премия/дисконт» по доходности, б.п.



Источники: Минфин РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

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



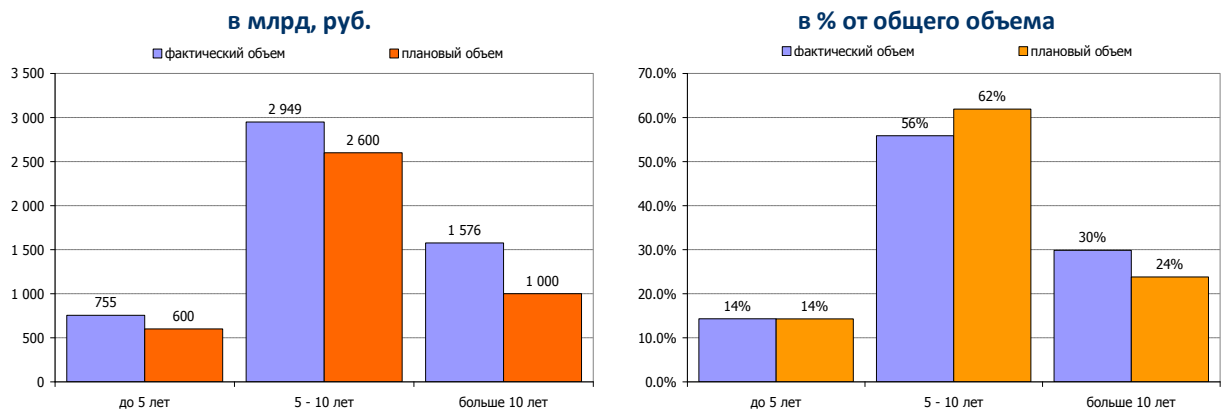
Источники: Минфин РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



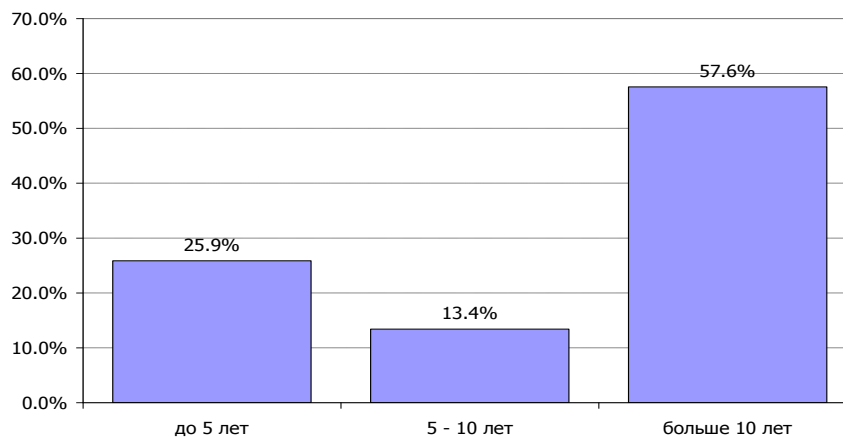
По итогам размещений в ноябре - декабре Минфин РФ разместил гособлигации на общую сумму порядка 2 435,309 млрд руб., выполнив на 121,77% план привлечения на рынке ОФЗ в IV квартале т.г., который был установлен на уровне 2 трлн руб. **Общий объем размещенных в 2020 году ОФЗ составил 5 279,277 млрд руб., что на 129,5% превысило первоначальный план заимствования (2,3 трлн руб.), на 25,3% - суммарный план, установленный на 4 квартала т.г. (4,2 трлн руб.), и на 153,5% результат предыдущего года (2,083 трлн руб.).**

Согласно первоначальным планам размещения ОФЗ в 2020г. предполагалась продажи гособлигаций со сроком обращения до 5 лет на сумму 600 млрд руб. (порядка 14%), на срок от 5 до 10 лет – на сумму 2 600 млрд руб. (62%) и со сроком более 10 лет – на сумму 1 000 млрд руб. (24%). Фактически было размещено гособлигаций со сроком обращения до 5 лет на 755 млрд руб. (14% от общего объема), что превысило план на 25,9%. Облигаций со сроком обращения от 5 до 10 лет было размещено на 2 949 млрд руб. (62%), что превысило плановый показатель на 13,4%. Облигаций со сроком обращения более 10 лет было размещено на 1 576 млрд руб. (30%), что превысило план на 57,6%.

Временная структура размещения ОФЗ в 2020г.



Превышение фактического размещения над плановым, %

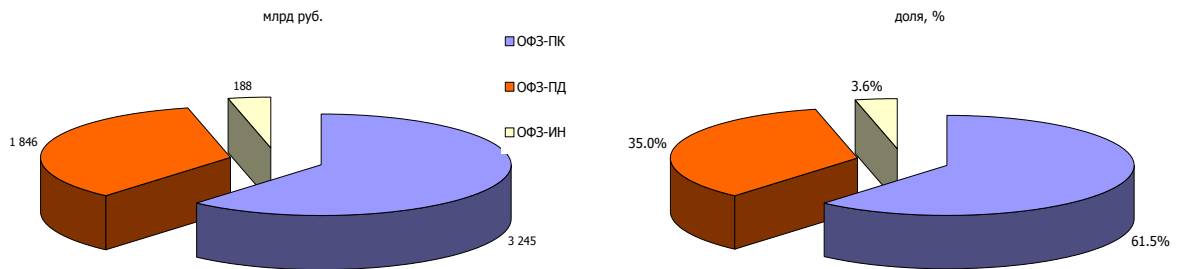


Источники: Минфин РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

По итогам 2020г. максимальную долю в объеме размещения, составившую 61,5%, заняли ОФЗ-ПК (при этом в четвертом квартале она доходила до 87,4%). На долю ОФЗ-ПД и ОФЗ-ИН пришлось 35% и 3,6% соответственно.



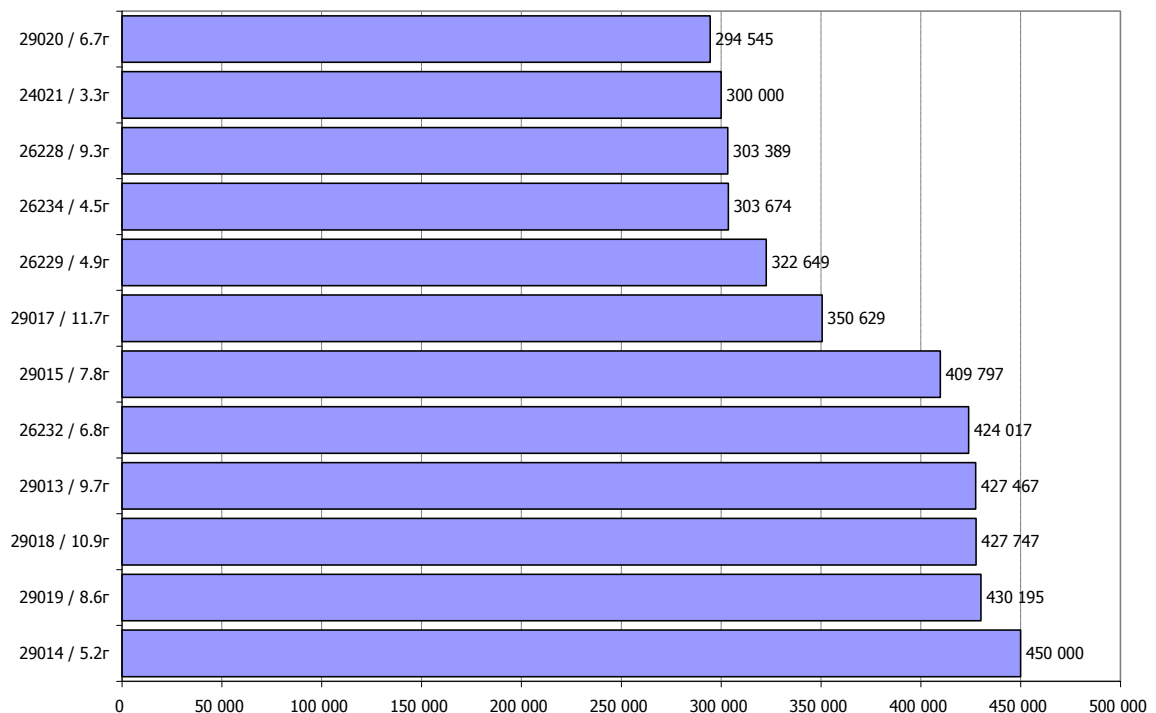
Структура размещения ОФЗ в 2020г. по видам госбумаг



Источники: Минфин РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

По итогам 2020г. максимальная доля в общем объеме размещения, составившая 8,5%, пришла на пятилетний выпуск ОФЗ-ПК 29014 (с объемом 450 млрд руб. По 8,1% от общего объема пришлось на три долгосрочных выпуска ОФЗ-ПК (29019, 29018 и 29013). Кроме того, в пятерку наиболее активно размещаемых выпусков вошел выпуск ОФЗ-ПД 26232 (срок обращения 6,8 года) с долей 8,0% от общего объема. На 10 (из 21 размещаемых) выпусков пришлось 72,9% от общего объема.

Наиболее активно размещаемые выпуски на рынке ОФЗ в 2020г.



Источники: Минфин РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



В 2020 году на **первичном рынке корпоративных облигаций** (без учета краткосрочных выпусков ВТБ и ВЭБ.РФ) объем размещения составил 3 566,8 млрд руб., что на 42,9% выше уровня предыдущего года. Причем на 4 квартал пришлось около 57% от общего объема размещения. Наименее активным месяцем стал август, когда было зафиксировано всего порядка 53 сделок на 79,6 млрд руб. Такого низкого объема не наблюдалось с августа 2019г., когда объем размещений составил 67,3 млрд руб. Месяцами максимальной активности эмитентов по выходу на рынок с облигационными займами стали ноябрь (969 млрд руб.) и декабрь (800 млрд руб.).

В качестве основных тенденций на первичном рынке корпоративного долга в 2020г. можно выделить:

1 квартал

- оптимистичное начало года, которое сопровождалось **снижением доходности**;
- **вынужденная «пауза»** во второй и третьей декадах марта, когда продолжилось размещение лишь краткосрочных облигаций (ВТБ, ВЭБ.РФ) и т.н. «инвестиционных» облигаций ряда кредитных организаций (среди которых: Сбербанк России, Банк ВТБ, МКБ), по которым предусмотрен дополнительный доход, зависящий от изменения какого-либо базового актива.

2 квартал

- **расширение** спредов при размещении, как к кривой госбумаг из-за опережающих темпов снижения ставок в ОФЗ, так и к собственным вторичным кривым эмитентов;
- **сокращение** дюрации размещаемых выпусков;
- **преобладание** эмитентов первого и крепкого второго эшелонов.

3 квартал

- **сужение** спредов при размещении к собственным вторичным кривым эмитентов;
- **сокращение** дюрации размещаемых выпусков. Средняя дюрация составила 2,9г. против 3,3г. во 2 квартале 2020г.;
- **рост активности** эмитентов третьего эшелона. Во 2 квартале преобладали эмитенты первого и крепкого второго эшелонов;

4 квартал

- **рекордные объемы** размещений в ноябре и декабре (969 и 800 млрд соответственно);
- бум размещений **компаний-дебютантов** (Росморпорт, ХедХантер, КИВИ Финанс, ВСК и проч.);
- **увеличение первоначальных объемов** размещения выпусков в ходе book-building;

Кроме этого общей тенденцией 2020г. стало появление большого количества новых имен-дебютантов рублевого публичного рынка. По нашим оценкам, вышли на рынок впервые с крупными займами от 1 млрд руб. в течение года порядка 20 компаний (например, ГК Сегежа, Росагролизинг, КИВИ Финанс, Максима –Телеком, Росморпорт, ВСК, ХедХантер, ЯТЭК, Бизнес-Недвижимость, Брусника и проч.), а также большое количество эмитентов с выпусками небольшого объема.

В 2020 году было размещено 57 выпусков **ВДО** 44 эмитентов на общую сумму 27,1 млрд руб. (0,8% от общего объема размещений). В 2019г. было размещено 67 выпусков на общую сумму 31,818 млрд руб. (1,2% от общего объема размещения)

Знаковым событием года стало дебютные размещение на российском долговом рынке трех выпусков облигаций **Республики Казахстан (BBB-/Baa3/BBB/BBB+(RU)/-)** общим номинальным объемом 40 млрд руб. и сроками обращения 3 года, 7 и 10 лет. В результате book-building, состоявшегося 17 сентября, республика установила ставку купона в размере 5,40% по короткому выпуску (дюрация 2,81г.), 6,55% (дюрация 5,71г.) и 7% (дюрация 7,33г.) по длинным, что предполагало спред к российской кривой госбумаг 64б.п., 100б.п. и 114б.п. соответственно.

В июне 2020г. РЖД разместили **первый** за всю историю выпуск **бессрочных облигаций**, общий объем которых был установлен на уровне 370 млрд руб. Всего в 2020г. было размещено 7 выпусков бессрочных облигаций общим объемом 313 млрд руб. В т.ч. в сентябре **РЖД** разместили **«бессрочные**



зеленые» облигации с переменным купоном, что стало для нашей страны дебютом. Облигации предназначены для квалифицированных инвесторов - юридических лиц и предполагают колл опционы через каждые 5 лет с даты размещения. Объем займа был увеличен с 20 до 100 млрд руб., книга была закрыта со ставкой купона 7,25% (спрэд к 5Y G-curve – 165 б.п. против 175-185б.п. первоначальных). Вырученные средства РЖД направят на проекты, сберегающие окружающую среду.

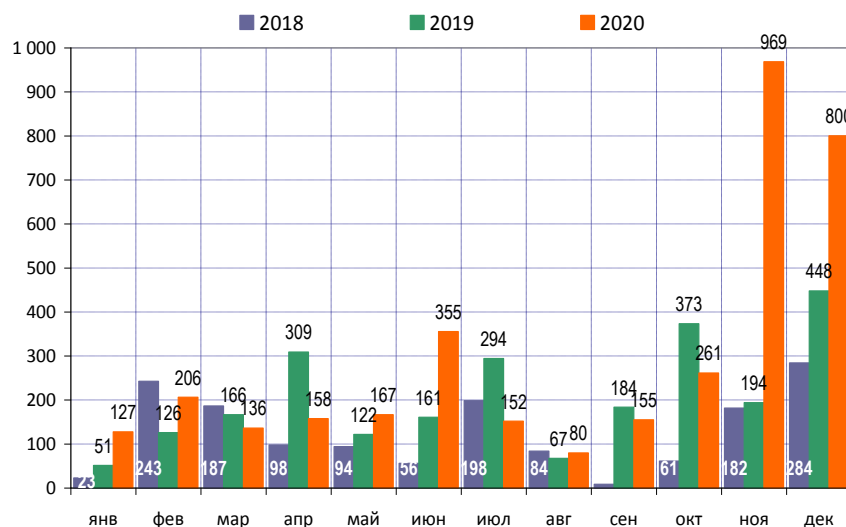
Основные параметры размещения бессрочных облигаций РЖД

Дата размещения	Выпуск	Объем, млрд руб.	Номинал, руб.
26.06.20	РЖД, 001Б-01 (5yCall)	30	1 000
31.07.20	РЖД, 001Б-02 (5yCall)	20	1 000
30.09.20	РЖД, 001Б-03 (5yCall)	100	1 000
22.10.20	РЖД, 001Б-04 (5yCall)	80	1 000
30.11.20	РЖД, 001Б-05 (5yCall)	33	1 000 000
03.12.20	РЖД, 001Б-06 (5yCall)	40	1 000 000
10.12.20	РЖД, 001Б-07 (5yCall)	10	1 000 000

Выпуск	Дюрация	Купон / Доходность	Спрэд к ОФЗ	G-кривая ОФЗ	Срок / ставка step-up
РЖД, 001Б-01 (5yCall)	4.32	6.55/6.66	155/172	5 лет	5 лет/ 50; 10 лет/50+45
РЖД, 001Б-02 (5yCall)	4.32	7.30/7.43	175/244	7 лет	10 лет/50
РЖД, 001Б-03 (5yCall)	4.27	7.25 / 7.38*	165/ 198	5 лет	5 лет/ 50; 10 лет/50+45
РЖД, 001Б-04 (5yCall)	4.27	7.25 / 7.38*	165/ 218	5 лет	5 лет/ 45; 10 лет/45+50
РЖД, 001Б-05 (5yCall)	4.26	7.25/ 7.38*	175/ 228	7 лет	10 лет/95
РЖД, 001Б-06 (5yCall)	4.26	7.25/ 7.38*	175/ 224	5 лет	5 лет/ 50; 10 лет/50+45
РЖД, 001Б-07 (5yCall)	4.26	7.25/ 7.38*	175/ 223	7 лет	10 лет/95

* купон плавающий

Объем размещения корпоративных облигаций, млрд руб.



Источники: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

В разрезе эмитентов самыми крупными заемщиками 2020 года стали: НК Роснефть (22,9% от общего объема, за счет размещения двух выпусков по 400 млрд руб. по номинальной стоимости), РЖД (9,9% от общего объема размещений, за счет размещения 7 выпусков бессрочных облигаций в объеме 317 млрд руб.), ДОМ.РФ ИА (8,9%, 317,08 млрд руб.), Сбербанк (8,7%, 309,822 млрд руб.).

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

№ п.п.	Эмитент	Размещенный объем, млн руб.	Доля рынка, %	Количество выпусков
1	НК Роснефть	815 000	22.9%	3
2	РЖД	353 000	9.9%	10
3	ДОМ.РФ ИА	317 080	8.9%	12
4	Сбербанк	309 822	8.7%	179
5	ГСП-Финанс	231 200	6.5%	3
6	ВТБ	177 446	5.0%	115
7	ВЭБ.РФ	78 497	2.2%	9
8	ГТЛК	62 930	1.8%	5
9	Газпромбанк	54 074	1.5%	12
10	АФК Система	54 000	1.5%	5
11	Концерн РОССИУМ	50 000	1.4%	3
12	Ростелеком	50 000	1.4%	4
13	ТрансФин-М	42 954	1.2%	2
14	Магнит	40 000	1.1%	3
15	МТС	37 000	1.0%	4
16	ЕвроХим	35 000	1.0%	2
17	ОГК-2	32 043	0.9%	2
18	АЛЬФА-БАНК	32 000	0.9%	4
19	Газпром Капитал	30 000	0.8%	2
20	Газпром нефть	30 000	0.8%	2
21	ИКС 5 ФИНАНС	30 000	0.8%	3
22	СУЭК-Финанс	30 000	0.8%	1
23	ФСК ЕЭС	30 000	0.8%	3
24	МИБ	26 000	0.7%	4
25	Промсвязьбанк	25 143	0.7%	3
26	АК АЛРОСА	25 000	0.7%	5
27	Совкомбанк	22 000	0.6%	2
28	ЧТПЗ	20 500	0.6%	3
29	Россельхозбанк	20 074	0.6%	6
30	Россети	20 000	0.6%	2

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

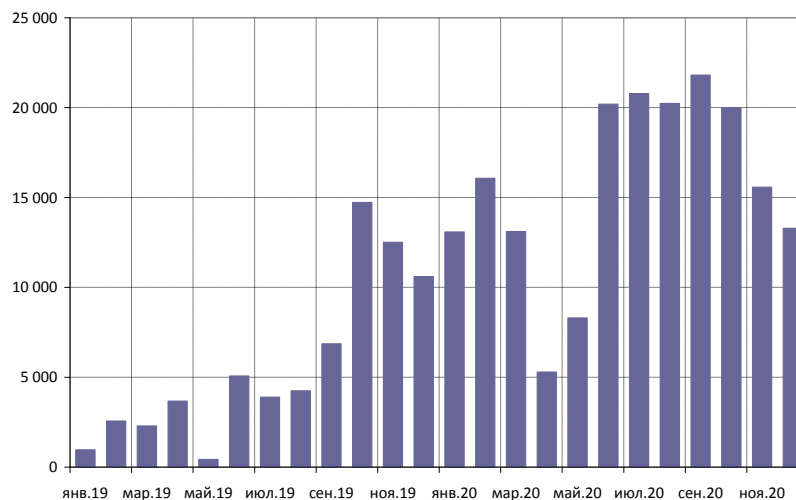
По нашим оценкам, доля размещенных в 2020г. облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) составляла 60,5% от общего объема. Доля облигаций второго и третьего эшелонов составила 30,4% и 8,3% соответственно. Минимальную долю в 0,8% на первичном рынке занимали ценные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

В 2020 году на фоне крайне низких ставках по обычным облигациям и достаточно больших периодов повышенной волатильности существенно вырос спрос и соответственно предложение инвестиционных облигаций, доход по которым зависит от изменения базового актива: было размещено 271 выпуск инвестиционных облигаций на общую сумму 189,201 млрд руб. (78% и 70 от общего количества и объема в обращении соответственно). В 2020г. средний объем ежемесячных размещений



составил 15,643 млрд руб., что почти в 2,8 раза больше, чем среднемесячный объем размещений в 2019 году. При этом пик активности пришелся на июнь – октябрь т.г., когда ежемесячно размещалось более 20 млрд руб. (с максимальном объемом более 21,8 млрд руб. в сентябре). А в отдельные периоды инвестиционные облигации были практически единственными ценными бумагами, которые покупались инвесторами. Крупнейшим эмитентом таких облигаций по итогам 2020г. вновь стал Сбербанк, разместивший 141 выпуск инвестиционных облигаций в объеме 152,3 млрд руб. (с долей в первичном размещении 80,05%). Вторым крупнейшим эмитентом является ВТБ, разместивший 104 выпуска в инвестиционных облигаций в объеме 28,8 млрд руб. (с долей 15,2%). Остальные 8 банков разместили 26 выпусков инвестиционных облигаций на общую сумму 8,045 млрд руб. (с долей 4,3%).

Объемы размещения инвестиционных облигаций ежемесячно в 2019-20220, млрд руб.



Источник: данные МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Говоря о первичном рынке корпоративных облигаций нельзя не отметить рост как по количеству, так и по объему регистрации **Программ биржевых облигаций** (ПБО) на Московской бирже. В течение всего 2020г. было зарегистрировано 50 ПБО общим объемом 30 187,7 трлн руб., что составило 60,2% от суммарного объема зарегистрированных с 2015г. программ.

ПБО, зарегистрированные на МБ

Год	Объем, млрд руб.	Доля (2015-2020гг.), %	Количество программ	Доля (2015-2020гг), %
2015	4 410.5	8.8%	36	11.6%
2016	8 483.8	16.9%	66	21.3%
2017	2 887.0	5.8%	53	17.1%
2018	2 639.4	5.3%	56	18.1%
2019	1 509.0	3.0%	48	15.5%
2020	30 187.7	60.2%	50	16.1%
Всего	50 117.3	100%	309	100%

Источник: данные МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

В 2020 г. наблюдался существенный рост предложений к размещению **коммерческих облигаций**, на долю которых пришлось более 80% от общего объема в 2016-2020гг. По количеству выпусков в прошлом году также было зафиксировано максимальное число. Среди крупнейших эмитентов можно назвать: ООО ВТБ

Сырьевые товары Финанс, Кемеровское АО Азот, ООО Деметра-Холдинг, ООО Сафмар Ритейл. Кроме того, по нашим оценкам, основанным на данных НКО АО НРД, в 2016-2020 гг. было зарегистрировано 31 Программа коммерческих облигаций на общую сумму 1 33,54 млрд руб.

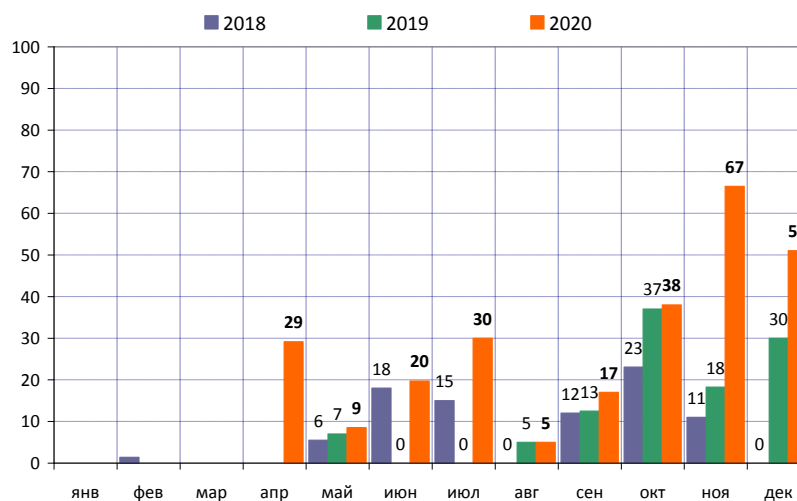
Объем и количество выпусков предложенных к размещению коммерческих облигаций

Год	Объем, млн руб.	Доля, %	Количество выпусков	Доля, %
2016	4 230.0	0.9%	5	3.5%
2017	3 080.0	0.6%	19	13.4%
2018	81 024.0	16.6%	38	26.8%
2019	8 556.4	1.8%	30	21.1%
2020	392 013.7	80.2%	49	34.5%
Всего	488 904.1		142	100%

Источник: данные НКО АО НРД, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

По итогам 2020г. объем размещения субфедеральных облигаций составил около 264,9 млрд руб., что на 141,3% превысило результат предыдущего года. В поквартальном разрезе объемы размещения выглядели следующим образом: 1 кв. – 0%, 2 кв. – 21,8%, 3 кв. – 19,5%, 4 кв. – 58,6%.

Ежемесячные объемы размещения субфедеральных облигаций, млн руб.



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Для субфедеральных и муниципальных заемщиков первичный рынок долга открылся в апреле 2020 года, первыми прошли сделки по доразмещению облигаций уже обращающихся выпусков Новосибирской области и города Санкт-Петербурга. Но активно эмитенты-регионы стали размещаться только во второй половине года. В мае 2020г. прошли первые размещения новых выпусков Республики Саха (Якутия) и Белгородской области. Эти первые размещения прошли при очень высоком спросе инвесторов, который в 8,9 и 9,1 раза соответственно превышал предлагаемые эмитентами объемы.

Основной же объем привлечения субфедеральными заемщиками пришелся на октябрь-декабрь 2020г. – 59% годового показателя. При этом наиболее активным месяцем по объему привлеченных средств оказался ноябрь (67 млрд руб.), а наиболее активным заемщиком стала Свердловская область, которая в течение года выходила на рынок 5 раз, разместив в общей сложности облигации на 43 млрд руб. Лидерами по объемам привлечения в 2020г. среди региональных заемщиков стали Московская область (74 млрд руб.) и Санкт-Петербург (61 млрд руб.)



Основные итоги размещения субфедеральных облигаций в 2020 г.

Эмитент	Выпуск	Дата размещения	Дата погашения	Объем размещ., млн. руб.	Первонач. спрос, млн. руб.	Купон, %	Доходность, %	Дюрация, лет	Спрэд к ОФЗ, б.п.	Рейтинги агентств S&P's / Moody's / Fitch / АКРА / ЭкспертРА
Новосибирск. обл. (*)	34020	15.04.20	13.11.24	4 249.2	н/д	6.50	7.33	3.60	105	- / - / BBB- / AA-(RU) / -
Санкт-Петербург (*)	35002	22.04.20	04.12.26	24 900	50600	7.65	6.93	3.90	106	- / Ba1 / BBB- / AAA(RU) / -
Республика Саха	35014	20.05.20	12.05.27	5 500	49 100	6.49	6.65	3.71	181	- / - / BBB- / A(RU) / -
Белгород. обл.	34014	22.05.20	16.05.25	3 000	27 400	5.90	6.03	3.78	123	- / - / - / AA(RU) / -
Белгород. обл.	34015	04.06.20	29.05.25	2 700	2 700	5.80	5.93	3.76	106	- / - / - / AA(RU) / -
Ульяновская обл.	35002	26.06.20	26.06.27	7 000	12 000	6,60	6,71	4,60	173	- / Ba1 / - / - / ruAA
Свердловская обл.	34007	29.06.20	29.06.25	10 000	20 000	5,80	5,93	3,77	103	- / - / BB+ / A+ (RU) / ruAA
Московская область	34013	14.07.20	08.07.25	14 000	н/д	5.75	5.88	3.66	101	- / Ba1 / BBB- / AA(RU) / -
Ярославская область	35018	15.07.20	24.05.26	4 000	н/д	6.00	6.12	3.53	125	- / - / BB- / - / ruBBB
Свердловская область	35008	30.07.20	29.07.27	12 000	36000	6.10	6.24	4.94	114	- / - / BB+ / A+ (RU) / ruAA-
Самарская область	35015	11.08.20	04.08.26	5 000	22 000	5.80	5.93	3.70	102	BB / Ba2 / - / - / AA(RU) / -
Томская область	35067	17.09.20	23.07.27	5 000	н/д	6.70	6.87	4.15	161	BB- / - / - / BBB(RU) / ruBBB+
Липецкая область	34012	22.09.20	16.09.25	2 500	н/д	5.75	5.88	2.72	109	- / - / BB+ / AA(RU) / -
Белгородская область	34016	24.09.20	18.09.25	4 500	17 000	5.70	5.85	2.30	110	- / - / - / - / AA-(RU) / -
Башкортостан	34011	30.09.20	24.09.25	5 000	н/д	5.90	6.03	3.63	81	- / Ba1 / BBB- / - / ruAA+
Новосибирск. область	34021	15.10.20	14.10.25	5 000	22 000	5.85	5.98	3.86	89	- / - / - / BBB- / AA-(RU) / -
г. Красноярск	34013	22.10.20	16.10.25	3 000	4 300	6.25	6.4	2.97	153	- / - / - / - / ruA-
Санкт-Петербург	35003	27.10.20	13.04.27	30 000	83 300	6.05	6.14	4.36	91	- / Ba1 / BBB- / AAA(RU) / -
Московская область	35015	17.11.20	10.11.26	30 000	н/д	5.95	6.08	4.06	104	- / Ba1 / BBB- / AA+(RU) / -
Свердловская область	35009	18.11.20	17.11.27	8 000	н/д	6.25	6.40	4.28	129	- / - / BB+ / A+ (RU) / ruAA-
Ульяновская область	34003	18.11.20	12.11.25	3 500	н/д	6.25	6.4	2.65	169	- / - / - / - / ruBBB+
Свердловская область	34010	24.11.20	23.11.24	10 000	н/д	5.80	5.93	2.84	119	- / - / BB+ / A+ (RU) / ruAA-
Омская область	35004	24.11.20	24.11.25	5 000	14 900	6.45	6.61	3.97	156	- / - / - / - / ruBBB+
Нижегородская обл.	35015	24.11.20	27.05.26	10 000	-	6.10	6.24	4.14	117	- / B1 / BB- / - / ruA-
Московская область	35016	08.12.20	30.11.27	30 000	н/д	5.95	6.09	3.69	105	- / Ba1 / BBB- / AA+(RU) / -
Челябинская область	35001	08.12.20	30.11.27	7 000	н/д	6.00	6.14	4.15	100	- / Ba1 / BBB- / AA+(RU) / -
Ставропольский край	35004	15.12.20	14.12.27	7 000	н/д	6.20	6.35	3.82	132	- / - / BB- / - / ruA
Свердловская область	34011	16.12.20	16.12.23	3 000	н/д	5.70	5.83	2.34	114	- / - / BB+ / A+ (RU) / ruAA-
Санкт-Петербург	35004	23.12.20	28.09.28	6.1	н/д	5.90	5.99	5.65	48	- / Ba1 / BBB- / AAA(RU) / -
Калининградская обл.	35001	23.12.20	16.06.27	1 405	н/д	6.10	6.24	4.25	108	- / - / BB+ / A+ (RU) / ruAA-
г. Краснодар	34003	24.12.20	23.12.25	1 600	н/д	6.70	6.87	3.37	179	- / Ba3 / - / - / ruA
Челябинская область	35002	25.12.20	30.11.27	0.010	н/д	6.00	6.14	4.15	86	- / Ba1 / BBB- / AA+(RU) / -
Челябинская область	35002	25.12.20	30.11.27	0.010	н/д	6.00	6.14	4.15	86	- / Ba1 / BBB- / AA+(RU) / -
г. Томск	34008	28.12.20	27.12.25	1 000	1 300	6.70	6.87	2.92	193	- / - / - / BBB(RU) / -
Республика Удмуртия	34008	29.12.20	28.12.25	0.001	н/д	6.40	6.56	3.62	138	- / - / - / - / ruBBB-

* - доразмещение

По нашим оценкам, доля размещенных в 2020г. облигаций региональных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) составляла 75,0% от общего объема. Доля облигаций второго и третьего эшелонов составила 16,7% и 8,3% соответственно.

При этом осуществлялась подготовка эмитентами необходимых процедур по выпуску облигаций. Первые регистрации условий эмиссий начались в марте, и на конец декабря 2020г. они выглядят следующим образом

Эмитент	Регистрационный номер и дата госрегистрации Условий эмиссии	Срок обращения
Мэрия города Новосибирска	NSB-019/00809 от 21.02.2020	от 1 года до 10 лет
Правительство Белгородской области	BEL-019/00810 от 13.03.2020	от 1 года до 30 лет
Правительство Белгородской области	BEL-020/00811 от 13.03.2020	от 1 года до 30 лет
Министерство финансов Красноярского края	KNA-022/00812 от 19.03.2020	от 1 года до 10 лет
Министерство финансов Республики Саха (Якутия)	RSY-021/00813 от 27.03.2020	от 5 лет до 30 лет
Департамент финансов Ярославской области	YRS-019/00814 от 06.04.2020	от 1 года до 15 лет
Министерство финансов Свердловской области	SVS-011/00815 от 15.04.2020	от 1 года до 10 лет
Министерство финансов Ульяновской области	ULN-002/00816 от 20.04.2020	от 1 года до 30 лет
Министерство экономики и финансов Московской области	MOO-012/00817 от 28.04.2020	от 1 года до 10 лет
Министерство финансов Нижегородской области	NJG-018/00818 от 07.05.2020	от 5 лет до 10 лет
Министерство управления финансами Самарской области	SAM-016/00819 от 26.05.2020	от 1 года до 30 лет
Управление финансов Липецкой области	LIP-010/00820 от 04.06.2020	от 1 года до 10 лет
Комитет финансов Санкт-Петербурга	GSP-113/00821 от 17.06.2020	от 1 года до 30 лет
Комитет финансов Санкт-Петербурга	GSP-114/00822 от 17.06.2020	от 1 года до 30 лет
Министерство финансов Рязанской области	RAZ-004/00823 от 22.06.2020	от 1 года до 5 лет
Министерство финансов Иркутской области	IRK-023/00824 от 23.06.2020	от 1 года до 10 лет
Министерство управления финансами Самарской области	SAM-016/00819 от 26.05.2020	от 1 года до 30 лет
Департамент финансов Томской области	TMS-033/00825 от 17.07.2020	от 1 года до 10 лет
Министерство финансов Республики Башкортостан	BAS-012/00826 от 06.08.2020	от 1 года до 10 лет
Министерство финансов Оренбургской области	AOR-011/00827 от 21.08.2020	от 1 года до 30 лет
Министерство финансов и налоговой политики Новосибирской области	ANO-011/00828 от 21.08.2020	от 1 года до 30 лет
Администрация Города Томска	TOM-018/00829 от 27.08.2020	от 1 года до 5 лет
Администрация г. Красноярска	KRN-009/00830 от 04.09.2020	от 1 года до 7 лет
Правительство Удмуртской Республики	UDM-013/00831 от 04.09.2020	от 1 года до 10 лет
Министерство финансов Челябинской области	CLB-001/00832 от 04.09.2020	от 1 года до 10 лет
Министерство финансов Омской области	OMS-005/00833 от 24.09.2020	от 5 лет до 7 лет
Администрация города Нижнего Новгорода	NNV-004/00834 от 18.09.2020	от 1 года до 5 лет
Департамент финансов Томской области	TMS-034/00835 от 10.11.2020	от 1 года до 5 лет
Министерство финансов Калининградской области	KLN-003/00836 от 10.11.2020	от 1 года до 10 лет
Министерство финансов Ставропольского края	STV-008/00837 от 17.11.2020	от 1 года до 7 лет
Администрация муниципального образования город Краснодар	KRA-003/00839 от 27.11.2020	от 1 года до 5 лет
Администрация Города Томска	TOM-019/00840 от 04.12.2020	от 1 года до 5 лет

Источник: Минфин РФ

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. завершат 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 автономный округ – 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.



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%
	ИТОГО	132 551	100.0%

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

Рейтинговые действия

В течение 2020г. агентства «большой тройки» не изменяли кредитные рейтинги России. При этом:

- агентство S&P три раза за год пересматривало суверенный рейтинг России: дважды в течение 1 квартала (после отставки Правительства 18 января и после обвала цен на нефтяном рынке - 27 марта), а также 17 июля, сохранив его на нижней ступени инвестиционного уровня – «BBB-» со «стабильным» прогнозом;

- агентство Fitch 8 февраля и 7 августа подтвердило суверенный рейтинг России на уровне «BBB» со «стабильным» прогнозом;

- 8 декабря агентство Moody's сохранило рейтинг на уровне «Ваа3» со «стабильным» прогнозом;

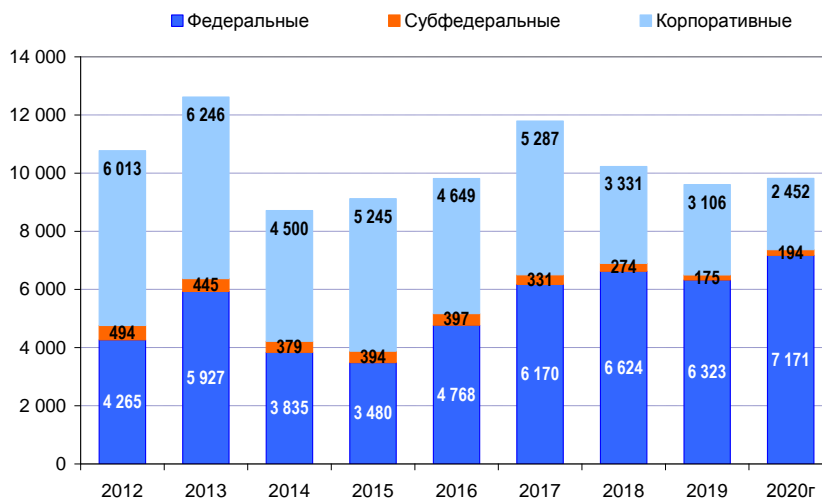
- 20 мая 2020 года АКРА отзывало долгосрочные кредитные рейтинги Российской Федерации на уровне A-(RU).

Традиционно агентства «большой тройки» в плановом порядке пересматривают суверенные рейтинги России на заседаниях дважды в год: S&P – в январе и июле, Moody's – в феврале и декабре, Fitch – в феврале и августе. Полагаем, в 2021г. заседания пройдут в эти же сроки.

Обороты вторичного рынка

По итогам 2020г. объем биржевых сделок с рублевыми облигациями составил 9818,1 млрд руб., что на 2,2% выше показателя предыдущего года. При этом в сегменте корпоративных облигаций наблюдалось снижение объема сделок (-21,1% до 2 452,4 млрд руб.). На 11,0% произошло повышение объема сделок в субфедеральном сегменте. Правда, объем сделок с ними достаточно мал – около 194,4 млрд руб. или всего 2,0% от общего объема. В сегменте гособлигаций наблюдалось максимальное повышение объема – на 13,4% до 7 171,2 млрд руб.

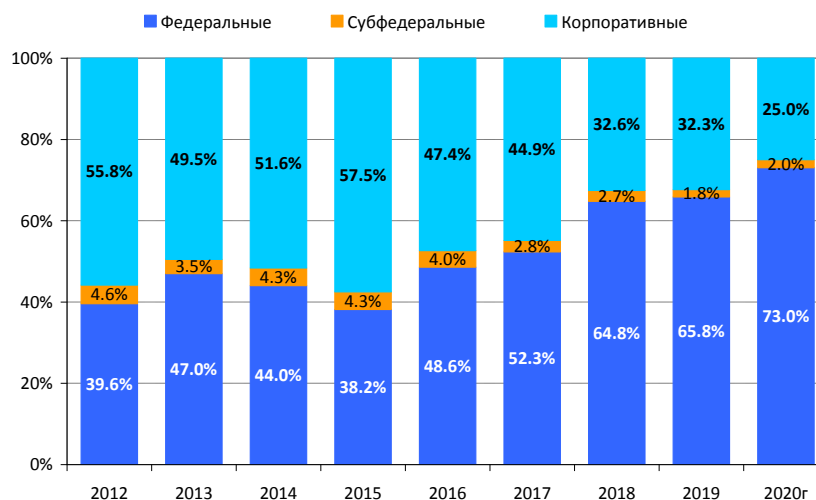
Рисунок. Объем биржевых сделок с облигациями, млрд руб.



Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

В 2020г. продолжился рост доли ОФЗ в суммарном объеме биржевых торгов, который наблюдается с 2016г. По итогам 2020 года она составила 73,0% против 65,8% годом ранее. Доля корпоративных облигаций в суммарном объеме биржевых сделок составила около 25,0% (против 32,3% по итогам 2019г.) и сократилась более чем в два раза по сравнению с итогами 2012-2015гг.

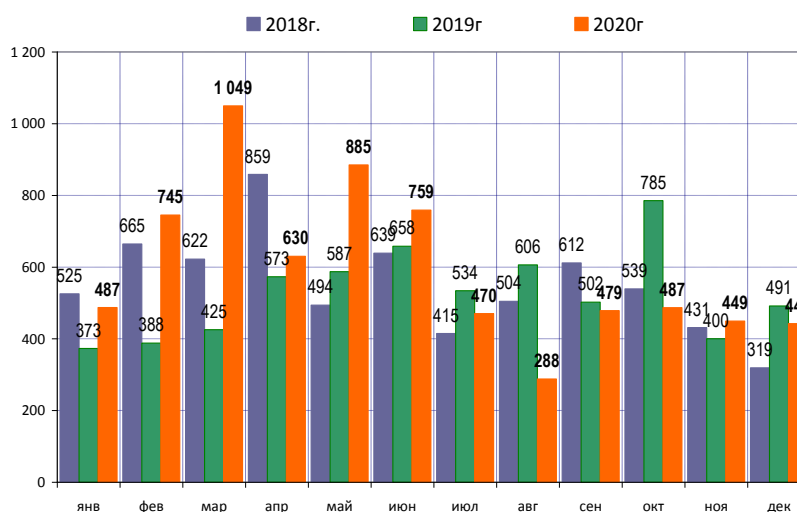
Рисунок. Структура биржевых сделок с облигациями, в % от суммарного объема



Источники: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

На рынке ОФЗ после высоких показателей первых двух кварталов, когда объем торгов составил более 2,28 и 2,27 трлн руб. соответственно в результате «ухода с рынка» нерезидентов и последующим наращиванием портфелей при восстановлении рынка. **Максимальный за всю историю объем сделок, составивший около 1,05 трлн руб., был зафиксирован в марте 2020г.** В третьем и четвертом кварталах биржевой объем снизился более чем на 40% до 1,27 и 1,39 трлн руб. соответственно. Самым «провальным» стал август, когда суммарный объем сделок с ОФЗ снизился до 288 млрд руб. (минимальный показатель за последние три года) на фоне пика сезона летних отпусков.

Объем торгов с ОФЗ, млрд руб.



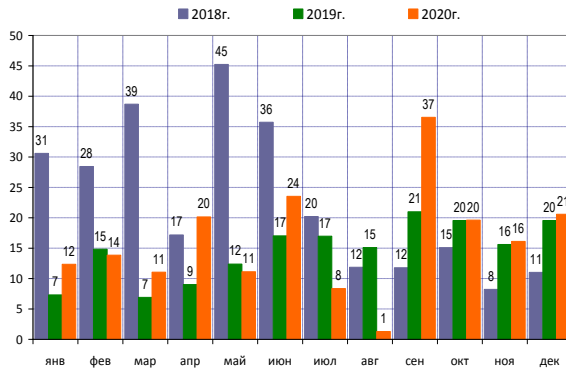
Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

На вторичном рынке **субфедеральных облигаций** в 2020г. максимальный объем сделок, составивший 56,3 млрд руб., на фоне повышения активности на первичном рынке. Порядка 54,8 млрд руб. составил оборот во втором квартале по известным причинам. Традиционно минимальные уровни показывает первый и третий кварталы (37,2 и 46,1 млрд руб. соответственно). На рынке **корпоративных облигаций** объем сделок в первом квартале (816,4 млрд руб.) был максимальным. Во втором и третьем было зафиксировано снижение до 657,3 и 452,5 млрд руб. соответственно, и небольшой рост до 526,2 млрд руб. в четвертом квартале.

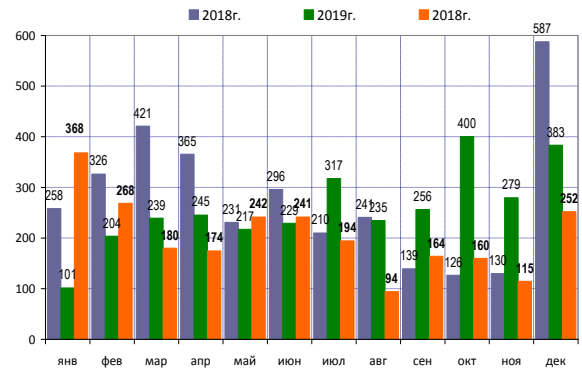


Объем биржевых торгов, млрд руб.

С субфедеральными и муниципальными облигациями



корпоративными облигациями



Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Конъюнктура рынка рублевых облигаций

В 2020г. рынок рублевых облигаций оставался под влиянием со стороны как внешних, так и внутренних факторов, в результате которого движение цен ОФЗ было разнонаправлено в различные периоды года.

Одним из главных факторов, оказываемых давление на все мировые рынки, в т.ч. на рынок рублевых облигаций, стала пандемия коронавируса. Давление пандемии началось в феврале 2020г. и сохранялась практически в течение всего года, при этом в начале весны и осенью она вызвало всплески турбулентности.

Одним из таких рынков стал рынок нефти, цена которой пошла вниз с начала года, ускорив свое падение после срыва сделки ОПЕК+ и достигнув во второй половине апреля минимальных значений на уровне порядка \$20 за баррель и ниже. Одним из главных событий прошлого года для нефтяного рынка, которое предопределяло в большей мере динамику нефтяных фьючерсов с мая и до конца 2020г., стала проведенная в начале апреля онлайн-конференции стран ОПЕК+ с участием представителей США и Канады, на которых были приняты долгосрочные решения о снижении добычи нефти. Достаточно стабильное повышение цен на нефть наблюдалось в течение мая – августа прошлого года. Однако осеннее повышение числа заболеваний коронавирусом, введение новых ограничений в различных странах по всему миру, опасения относительно более долгого восстановления мировой экономики и спроса на сырье привели к снижению цен на нефть в сентябре – октябре. В последние дни октября наблюдалась повышенная турбулентность на всех рынках перед выборами президента США, которая быстро закончилась после проведения голосования. В последние месяцы цены на нефть вновь пошли вверх, поддерживаемые в т.ч. началом вакцинации от коронавируса в разных странах мира.

По нашим расчетам, средняя цена на нефть марки Brent в январе-декабре 2020 года сложилась в размере \$41,355 за баррель, что на 35,3% ниже показателя за 2019 год. Средняя цена на нефть марки Brent в декабре 2020 года сложилась в размере \$50,26 за баррель, что на 14,3% выше среднего уровня цен в ноябре 2020г.

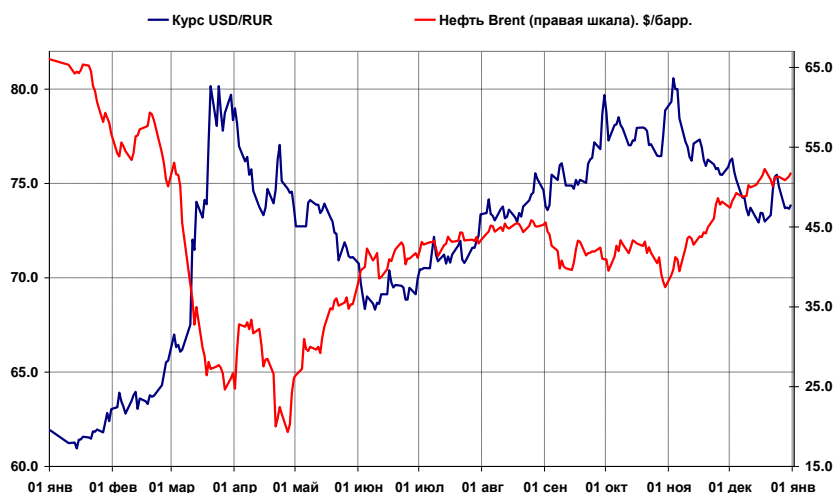
По данным Минфина РФ, средняя цена на нефть марки Urals в январе-декабре 2020 года сложилась в размере \$41,73 за баррель, а в 2019 году - \$63,59 за баррель. Средняя цена на нефть марки Urals в декабре 2020 года сложилась в размере \$49,37 за баррель, что в 1,3 раза ниже, чем в декабре 2019 года (\$64,47 за баррель).

Ситуация на нефтяном рынке, безусловно, влияла на динамику российского рубля, но не была единственным фактором поддержки или давления. Влияние на конъюнктуру валютного рынка также оказывали геополитические риски, опасения введения новых антироссийских санкций со стороны США, Евросоюза и других стран, которые только усилились во второй половине года. Все эти факторы предопределяли краткосрочный рост курса доллара США, который достигал уровня 80 руб. за доллар (и



выше) в апреле, в начале октября и ноября прошлого года. Официальный курс доллара на конец 2020 года был установлен на уровне 73,8757 руб., что на 11,97 рубля или 19,3% выше начала года. Средний курс доллара США в 2020 году составил 72,46 рублей.

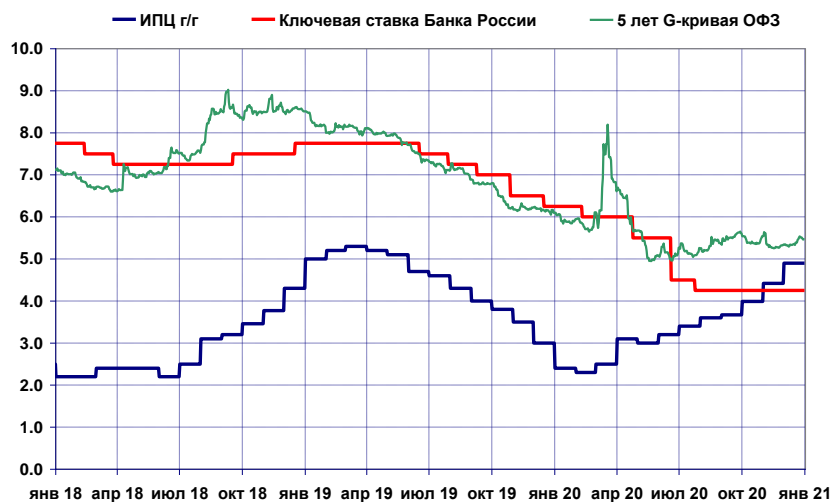
Официальный курс рубля и котировки фьючерсов на нефть марки Brent



Источники: Банк России, REFINITIV, ООО «БК РЕГИОН»

Снижение ключевой ставки на 25 б.п. на первом заседании Банка России и сохранение ее на прежнем уровне в марте, когда наблюдался пик роста ставок по рублевым облигациям, поддержали долговой рынок, наряду с другими мерами поддержки, принятыми Центральным Банком России, Правительством и Минфином РФ. Во втором квартале снижение в апреле и июня ключевой ставки на 50 и 100 б.п. соответственно в рамках **смягчения денежно-кредитной политики** Банком России, который действовал в русле общемировых тенденций, стало главным фактором, определяющим конъюнктуру рынка рублевых облигаций. Но в начале третьего квартала рынок рублевых облигаций в целом **нейтрально** встретил решение июльского заседания Банка России о снижении ключевой ставки на 25 б.п. до 4,25% и заявление о возможности ее дальнейшего снижения.

Годовая инфляция и ключевая ставка Банка России, %



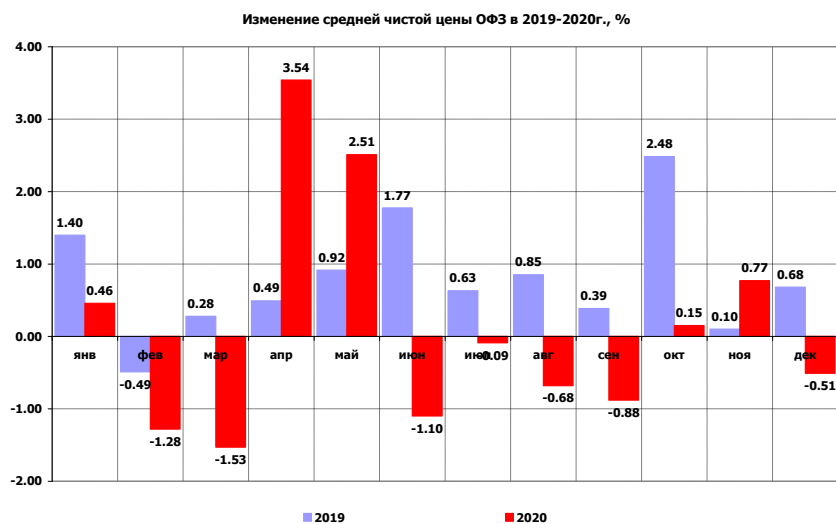
Источники: Банк России, Росстат.



Крупный навес планируемых размещений ОФЗ на третий квартал в объеме 1 трлн руб. и отсутствие новых вложений на рынке со стороны инвесторов - нерезидентов (подробнее см. ниже) оставались основными факторами, определяющими повышение процентных ставок на рынке. При этом итоги июльского заседания Банка России и пресс-конференции его главы не добавили оптимизма в настроения инвесторов. Умеренные прогнозы по инфляции на ближайшие два с половиной года (3,7-4,2% на 2020г., 3,5-4,0% на 2021г. и вблизи 4% на 2022г.), которые озвучил регулятор, вместе с пересмотром спреда нейтральной ставки к инфляции до 1-2% (вместо 2-3% ранее) было воспринято участниками долгового рынка как скорое завершение цикла смягчения и переход в конце 2021г. - начале 2022г. к ужесточению ДКП и приведению ключевой ставки к нейтральному уровню 5-6% годовых.

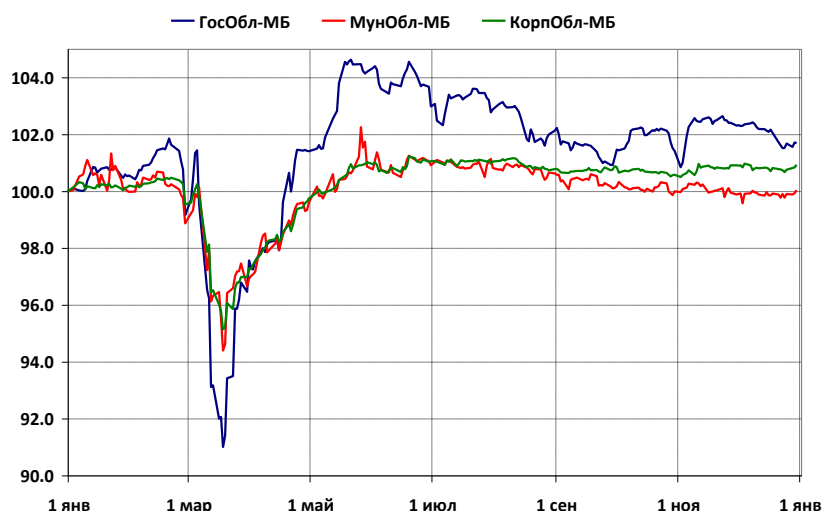
В четвертом квартале на трех заседаниях Банк России сохранил ключевую ставку на прежнем уровне 4,25%, сохранив в своем пресс-релизе заявление о сохранении потенциала к снижению процентных ставок, вероятность которого снижалось по мере роста инфляции, которая в четвертом квартале разоглась до 1,97% и по итогам 2020 года составила 4,91% в годовом выражении, что является максимальным уровнем за последние четыре года.

Изменение средних цен ОФЗ в 2019-2020гг.



Источники: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Динамика приведенных ценовых индексов МБ в 2020гг.

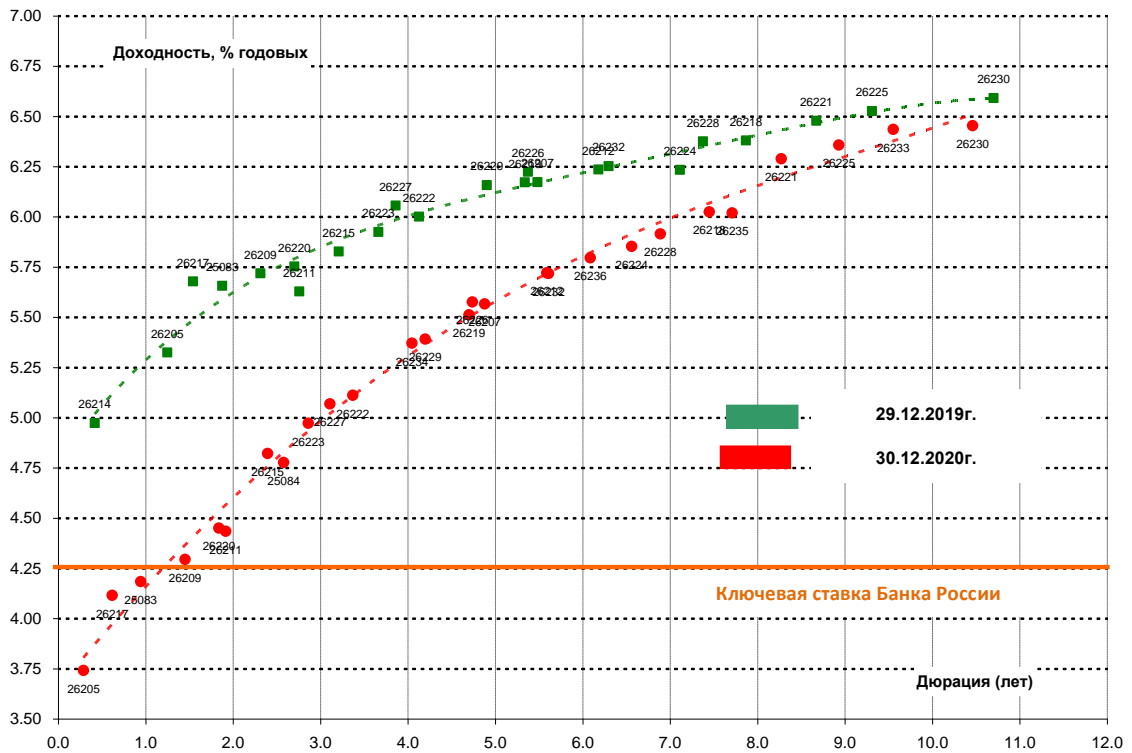


Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН» (значения на 01.01.2020г.=100)



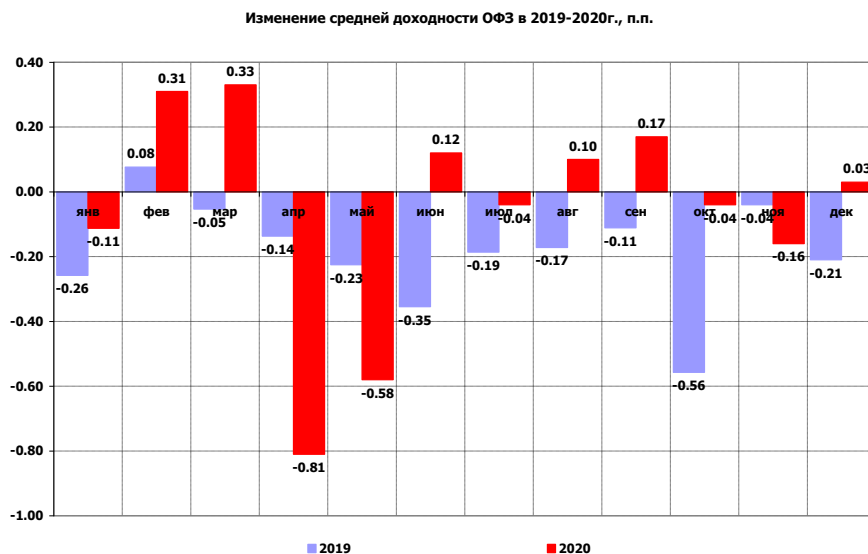
В 2020г. снижение цен ОФЗ в среднем по рынку наблюдалось по итогам семи месяцев, при этом в трех из них оно было максимальным – в пределах 1,1-1,5%. Рост был зафиксирован по итогам пяти месяцев, максимальный из которых был зафиксирован в апреле и мае в размере 3,54% и 2,51% соответственно. Вместе с тем по итогам всего 2020г. сохранился рост цен, который в целом по рынку составил 1,33%, а по средне- и долгосрочным выпускам порядка 2,0-2,5%.

«Кривая» доходности ОФЗ



Источники: МБ, ООО «БК РЕГИОН»

Изменение средней доходности ОФЗ в 2019-2020гг.



Источники: расчеты БК «РЕГИОН»



По итогам 2020г. было зафиксировано снижение доходности ОФЗ по итогам шести месяцев, максимальное из которых наблюдалось в размере 81 и 58 б.п. Максимальное повышение, которое составило 31 и 33 б.п., было зафиксировано в марте и апреле. В целом по итогам года сохранилось снижение доходности, которое в среднем по рынку составило 60 б.п., а в краткосрочном сегменте снижение достигало 101-158 б.п.

Изменение цен и доходности выпусков ОФЗ

Выпуск	Погашение	Дюрация, лет	Изменение доходности, п.п.					Изменение цен, %				
			1Q	2Q	3Q	4Q	YTD	1Q	2Q	3Q	4Q	YTD
26205	14.04.21	0.29	0.58	-1.65	-0.16	-0.35	-1.58	-1.08	0.81	-0.71	-0.76	-1.74
26217	18.08.21	0.62	0.31	-1.56	-0.11	-0.20	-1.56	-0.81	1.29	-0.63	-0.63	-0.78
25083	15.12.21	0.94	0.52	-1.71	-0.02	-0.25	-1.47	-1.12	2.12	-0.57	-0.36	0.07
26209	20.07.22	1.45	0.46	-1.67	0.10	-0.32	-1.42	-1.35	2.79	-0.85	-0.21	0.39
26220	07.12.22	1.84	0.66	-1.87	0.11	-0.21	-1.30	-1.91	3.86	-0.84	-0.22	0.90
26211	25.01.23	1.92	0.86	-1.82	0.08	-0.32	-1.19	-2.41	4.06	-0.67	0.11	1.09
26215	16.08.23	2.39	0.71	-1.84	0.25	-0.13	-1.01	-2.28	4.94	-1.11	-0.12	1.43
25084	07.10.23	2.58	1.00	-1.82	0.23	-0.18	-0.78	-3.01	5.57	-0.73	0.36	2.19
26223	28.02.24	2.86	0.62	-1.64	0.13	-0.06	-0.95	-2.15	5.23	-0.73	-0.14	2.21
26227	17.07.24	3.11	0.51	-1.61	0.23	-0.11	-0.99	-2.04	5.38	-1.22	-0.08	2.04
26222	16.10.24	3.37	0.60	-1.54	0.13	-0.08	-0.89	-2.42	5.49	-0.84	-0.12	2.12
26234	16.07.25	4.05	-	0.19	0.08	0.03	0.30	-	-0.35	-0.19	0.06	-0.49
26229	12.11.25	4.20	0.49	-1.44	0.15	-0.09	-0.88	-2.34	5.75	-0.96	0.04	2.48
26219	16.09.26	4.70	0.51	-1.32	0.31	-0.16	-0.66	-2.74	6.33	-1.82	0.36	2.13
26226	07.10.26	4.74	0.43	-1.24	0.27	-0.11	-0.65	-2.39	5.95	-1.65	0.11	2.02
26207	03.02.27	4.88	0.39	-1.19	0.42	-0.22	-0.61	-2.29	5.88	-2.48	0.68	1.80
26212	19.01.28	5.59	0.49	-1.15	0.41	-0.26	-0.51	-2.96	6.70	-2.50	1.26	2.49
26232	06.10.27	5.61	0.33	0.00	0.00	-0.25	0.09	-1.87	6.08	-2.36	1.31	3.16
26236	17.05.28	6.08	-	-	-	0.09	0.09	-	-	-	-0.54	-0.54
26224	23.05.29	6.56	0.51	-1.06	0.46	-0.29	-0.38	-3.43	7.00	-3.07	1.71	2.21
26228	10.04.30	6.89	0.47	-0.97	0.38	-0.34	-0.46	-3.34	6.70	-2.79	2.08	2.66
26218	17.09.31	7.45	0.42	-0.88	0.50	-0.40	-0.36	-3.26	6.41	-3.84	2.60	1.91
26235	12.03.31	7.71	-	-	-	-0.12	-0.12	-	-	-	0.92	0.92
26221	23.03.33	8.27	0.38	-0.71	0.28	-0.14	-0.19	-3.14	5.82	-2.39	1.00	1.30
26225	10.05.34	8.93	0.37	-0.81	0.38	-0.11	-0.17	-3.24	7.18	-3.34	0.89	1.49
26233	18.07.35	9.55	0.00	0.00	0.27	0.00	0.27	0.00	0.10	-2.53	0.07	-2.36
26230	16.03.39	10.46	0.39	-0.78	0.32	-0.06	-0.14	-3.90	8.19	-3.28	0.56	1.57
В среднем по рынку		4.54	0.50	-1.15	0.20	-0.17	-0.60	-2.24	4.81	-1.65	0.41	1.33

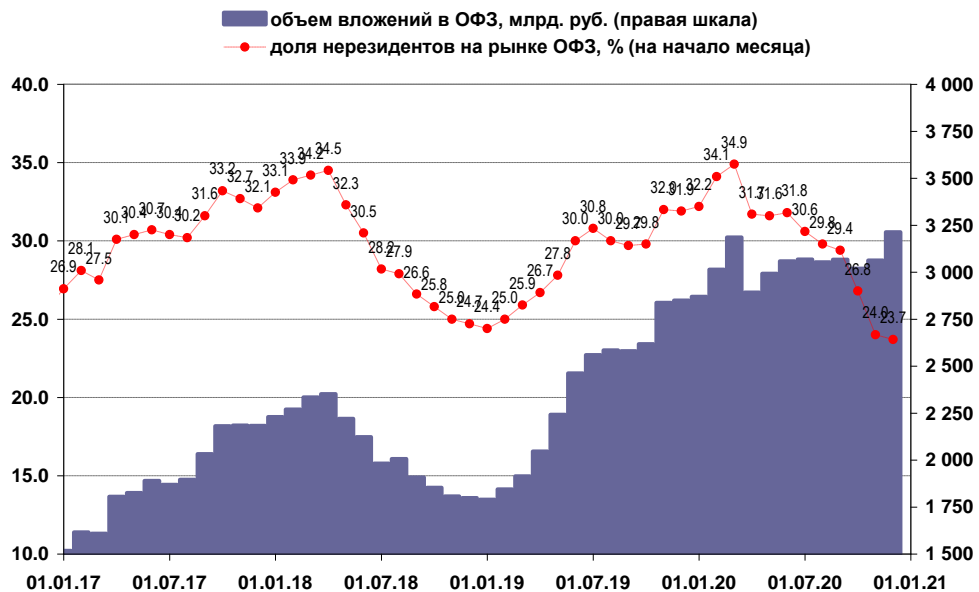
Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

Говоря о конъюнктуре вторичного рынка ОФЗ, нельзя не отметить, что существенное влияние, которое оказывали вложение или вывод денежных средств инвесторами-нерезидентами в 2019 году и в первом квартале текущего года, начиная со второго квартала 2020 года, существенно снизилось (аналогично ситуации на первичном рынке - смотри выше).

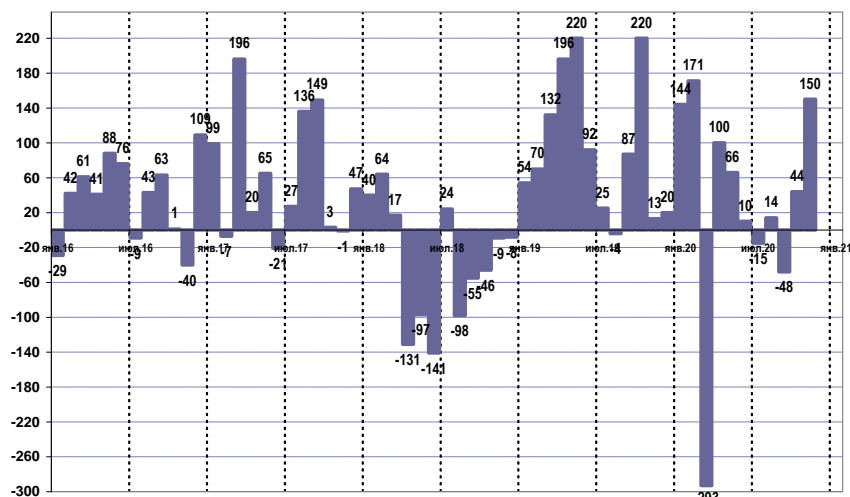
По данным Банка России, доля нерезидентов на рынке ОФЗ по состоянию на 1 декабря 2020 года составляла 23,7%. Номинальный объем гособлигаций, принадлежащих нерезидентам, на 1 ноября составил 3,213 трлн. рублей при общем объеме рынка ОФЗ 13,551 трлн. рублей. Таким образом, с начала года вложения нерезидентов на рынке ОФЗ увеличились на 343 млрд. руб. (+12,0%), а доля снизилась на 8,5 п.п. Объем рынка ОФЗ увеличился с начала года на 4,646 трлн руб. (+52,2%), что и обусловило снижение доли нерезидентов.



Доля и объем вложений инвесторов - нерезидентов на рынке ОФЗ



Динамика объем вложений инвесторов - нерезидентов на рынке ОФЗ

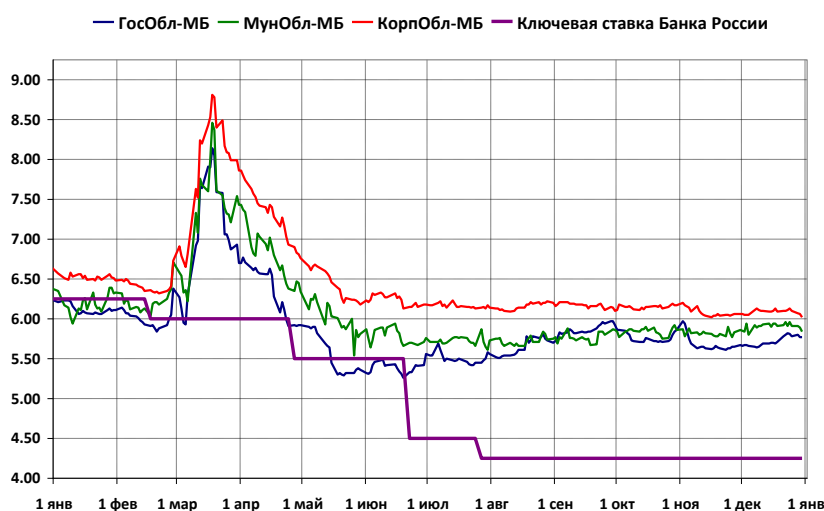


Источник: Банк России, БК «РЕГИОН»

По сообщению Банка России, доля вложений нерезидентов на счетах иностранных депозитариев в НРД в общем объеме рынка ОФЗ за ноябрь – декабрь 2020г. снизилась на 0,7 п.п. и составила на начало 2021г. 22,7%, при этом объем их вложений за этот период увеличился на 128,0 млрд рублей.

По итогам 2020г., в соответствии с индексами доходности, рассчитываемыми Московской биржей, с начала года средняя доходность субфедеральных и корпоративных облигаций снизилась на 54 и 62 б.п. соответственно, составив 5,84 и 6,02 при дюрации (2,81 и 2,79 года).

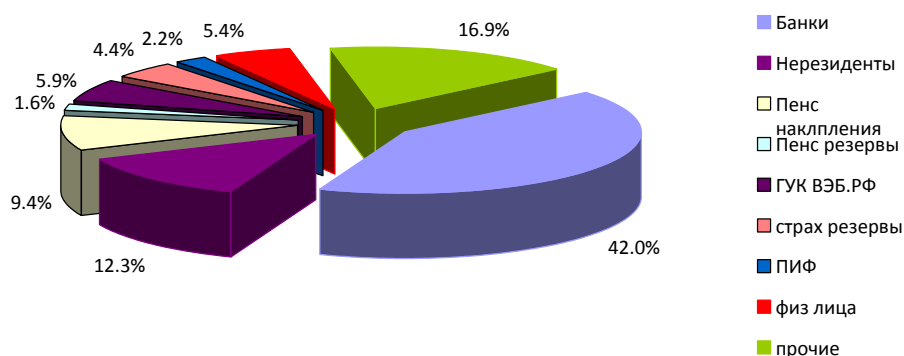
Индексы доходности рублевых облигаций и ключевая ставка Банка России



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

Конъюнктура долгового рынка зависит в немалой степени от состава и структуры инвесторов, работающих на нем. По нашим расчетам, основанным на данных Банка России, Минфина РФ, Московской биржи, ВЭБ.РФ, на конец 3-го квартала 2020г. при объеме рынка рублевых облигаций порядка 26,1 трлн руб. по номинальной стоимости максимальную долю порядка 12% занимали российские банки. При этом по итогам прошлого года в целом мы ожидаем существенный рост их доли, принимая во внимание их активное участие в первичных размещениях в 4 квартале 2020г. во всех сегментах рублевых облигаций. На долю инвесторов–нерезидентов приходилось порядка 12,3%. На долю НПФ суммарно приходится порядка 11%, еще порядка 5,9% принадлежит вложениям ГУК ВЭБ.РФ. Доля физических лиц составила порядка 5,4%. На долю вложений страховых компаний и ПИФов приходилось 4,4% и 4,2% соответственно.

Доля вложений основных групп инвесторов на рынке рублевых облигаций в 2020г.



Источники: данные Банка России, МБ, ВЭБ.РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Инвестиционная привлекательность

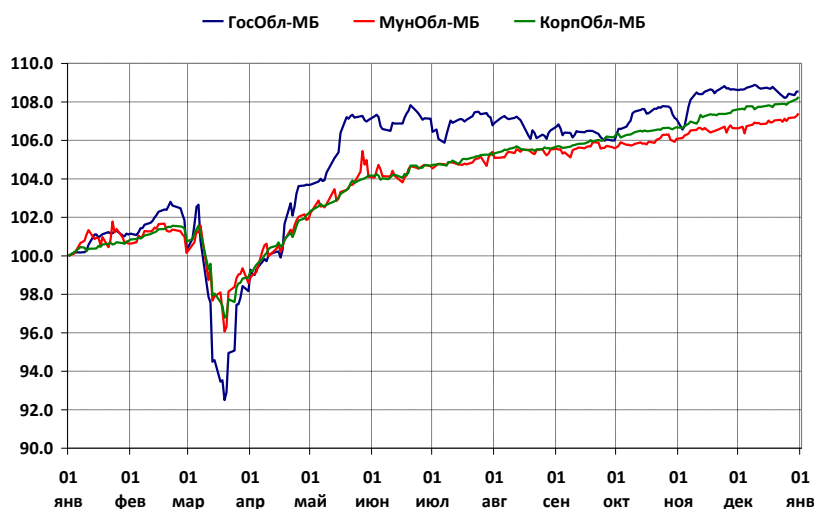
По итогам 2020г. вложения в федеральные, субфедеральные и корпоративные облигации, также как и в акции, **принесли инвесторам доход, который был выше инфляции, которая оказалась существенно выше показателей предыдущих лет.** При этом наиболее удачными на фондовом рынке и рынке капитала оказались вложения в ОФЗ (8,54%) и корпоративные облигации (8,25%). Минимальный доход от инвестиций в акции и субфедеральные облигации составил 7,98% и 7,40% соответственно. Однако эти доходы оказались существенно ниже результатов операций на валютном рынке. Вложения в иностранные валюты были наиболее прибыльными: так, например, покупка доллара США и евро принесли доход в размере 19,34% и 30,94% соответственно.

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

Инструмент	Период							
	2020г.	IV кв. 20	III кв. 20	II кв. 20	I кв. 20	2019г.	2018	2017
Рынок облигаций								
Все рублевые облигации	8.43%	2.04%	0.11%	6.92%	-0.72%	18.85%	1.39%	14.11%
Государственные (ОФЗ)	8.54%	2.12%	-0.15%	7.21%	-0.72%	19.99%	2.12%	12.79%
Субфедеральные	7.40%	1.67%	1.05%	5.74%	-1.14%	13.36%	4.32%	10.29%
Корпоративные	8.25%	1.80%	1.54%	5.56%	-0.79%	14.30%	4.42%	12.28%
Рынок акций								
Индекс МБ	7.98%	13.19%	5.93%	9.34%	-17.63%	28.55%	12.30%	-4.71%
Валютный рынок								
долл. США	19.34%	-7.29%	13.91%	-9.53%	24.91%	-10.89%	21.78%	-5.95%
евро	30.94%	-2.40%	18.23%	-8.23%	23.65%	-12.74%	16.49%	6.89%
бивалютная корзина	24.88%	-4.90%	15.98%	-8.91%	24.30%	-11.78%	19.17%	-0.01%
Инфляция (справочно)								
ИПЦ	4.91%	1.97%	0.30%	1.30%	1.30%	3.00%	4.30%	2.50%

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 2021г. низкие ставки сохранятся. Мы ожидаем, что Банк России не изменит вектор ДКП в сторону ее ужесточения и полагаем, что ключевая ставка на конец 2021г. останется на уровне 4,25% годовых. Заседания Совета директоров Банка России по вопросам ДКП в 2021 г. запланированы на 12 февраля, 19 марта, 23 апреля, 11 июня, 23 июля, 10 сентября, 22 октября, 17 декабря. Для рынков будет важна риторика заявлений после заседаний СД Банка России, а также их прогнозы по инфляции, развития экономики.
- ✓ **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.). Согласно планам на 2020г., объем чистых заимствований должен был составить порядка 1 740,2 млрд руб., с учетом погашений обращающихся гособлигаций общий объем размещений составлял 2,3 трлн руб. Пандемия коронавируса вызвала необходимость «масштабной» эмиссии гособлигаций во второй половине года и увеличение плана заимствований до 4,2 трлн руб. Несмотря на столь амбициозный план, он был не только выполнен, но и перевыполнен, благодаря гибкой политике заимствования Минфина РФ.
- ✓ **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).

Прогноз отдельных показателей на 1 июля 2021г.

Показатель	Оценка БК РЕГИОН
Инфляция, %	5,2-5,7
Ключевая ставка Банка России, %	4,25
Доходность 10-и летних ОФЗ, % годовых	5,9-6,4
Спрэд 3-5 летних корпоративные облигаций 1-го эшелона к ОФЗ, б.п.	90-110
Спрэд 3-5 летних корпоративные облигаций 2-го эшелона к ОФЗ, б.п.	120-140
Спрэд 3-5 летних корпоративные облигаций 3-го эшелона к ОФЗ, б.п.	150-200
Спрэд 5-7 летних субфедеральные облигаций 1-го эшелона к ОФЗ, б.п.	80-90
Спрэд 5-7 летних субфедеральные облигаций 2-го эшелона к ОФЗ, б.п.	100-110

Источники: оценка БК «РЕГИОН»



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 Шилыева (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, 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.
