



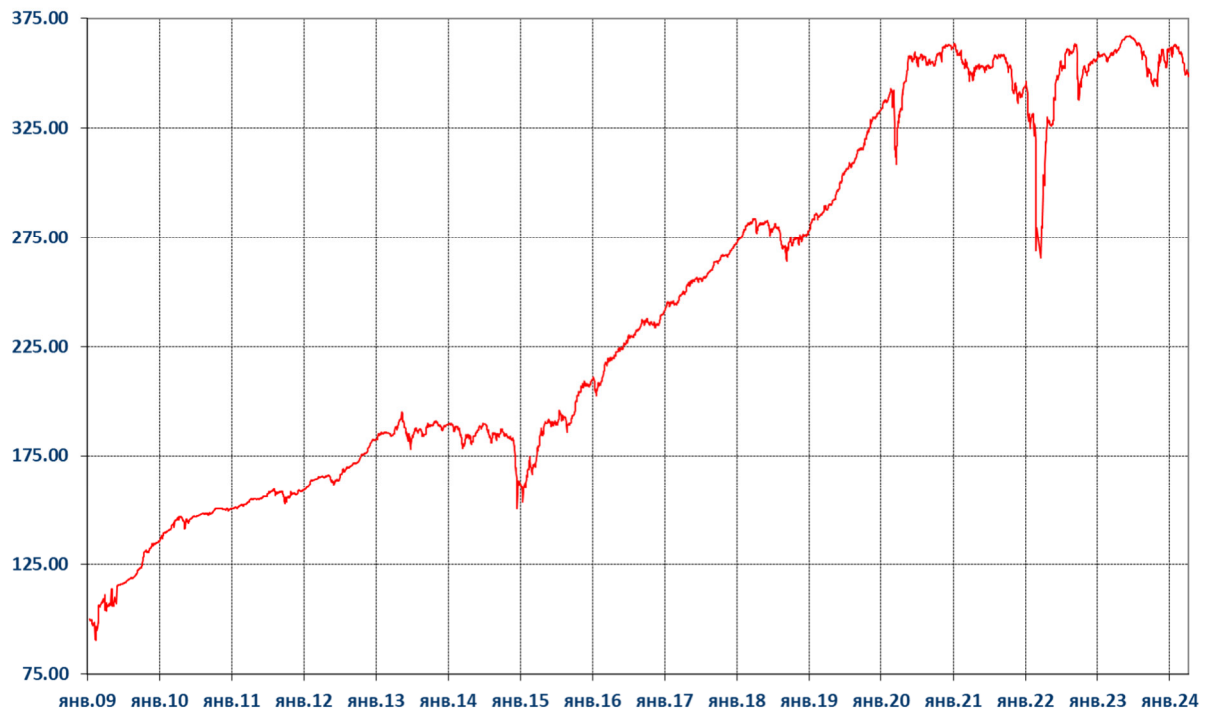
Александр Ермак, aermak@region.ru
Мария Сулима, sulima@region.ru

**Рынок облигаций: снижение цен ускорилось в начале года
на фоне сохранения крайне «жесткой» ДКП Банка России**

ОБЗОР РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ ЗА I квартал 2024Г.

В первые три месяца 2024г. конъюнктура рынка облигаций определялась влиянием, прежде всего, внутренних факторов, которые в течение рассматриваемого времени имели преимущественно негативный характер. Снижение цен и рост доходности ОФЗ, а затем и субфедеральных и корпоративных облигаций, постепенно ускорялись от месяца к месяцу на фоне: роста инфляции, которая превысила показатель за предыдущий год, сохранения «жесткой» денежно-кредитной политики Банка России и повышения диапазона прогноза средней ключевой ставки на текущий и следующий годы, а также слабого спроса на «короткие» ОФЗ и постепенного снижения интереса при росте агрессивности заявок на долгосрочные гособлигации. В ближайшие месяцы мы ожидаем сохранения ключевой ставки на высоком уровне и начала ее плавного снижения ближе к середине второй половины года. При этом не исключаем возможности дальнейшего снижения доходности на рынке ОФЗ, а также на рынке субфедеральных и корпоративных облигаций.

Индекс совокупного дохода ОФЗ Московской биржи, %



Источники: приведенный индекс ОФЗ МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН» (на 01.01.2009г. значения индексов = 100)



**Ключевые факторы, повлиявшие на рынок рублевых облигаций в I квартале 2024 г.
и способные оказать влияние до конца 2024г.**

Основные внешние факторы

✓ **Геополитические риски.** В год выборов в США и в РФ геополитические риски имеют тенденцию к усилению. Помимо затягивающейся ситуации на украинском направлении ощутимо растет риск разрастания арабо-израильского конфликта на Ближний Восток, что потенциально грозит катастрофической турбулентностью в основном нефтеносном регионе, что легко может толкнуть котировки нефти выше прогнозируемого на текущий год уровня 75-85 за баррель. Кроме того, выборы на Тайване с победой прозападного кандидата еще больше усилят напряженность между Китаем и США. Обострение риторики на Корейском полуострове также *не способствует охлаждению геополитической напряженности, которая на наш взгляд, не имеет шансов существенно остыть до ноября текущего года, в лучшем случае.*

✓ **Денежно – кредитная политика мировых Централных Банков.** ФРС постоянно повышала ставку в течение 15 месяцев с марта 2022 г. до июня 2023-го, в том числе четыре раза подряд — на 75 базисных пунктов, доведя ее до самого высокого уровня за последние 22 года. По итогам последнего заседания 20/03/2024 было принято решение сохранить базовую ставку без изменений на уровне 5,5% годовых. Ввиду того, что инфляция в США оказалась выше ожиданий, риторика ФРС ужесточилась. На ближайшем заседании 01/05/2024 ставка, скорее всего, будет оставлена без изменений. Прогноз по ставке на 2025 год также ужесточился: если в декабре прогнозировалось уменьшение на 100 б. п., то в марте — на 75 б. п., до 3,75-4%. Долгосрочный прогноз по ставке повысили с 2,5 до 2,6%. Существенные действия по смягчению ДКП могут более активно предприниматься после выборов в США и на протяжении 2025 г., по мере стабилизации и снижения инфляционного давления.

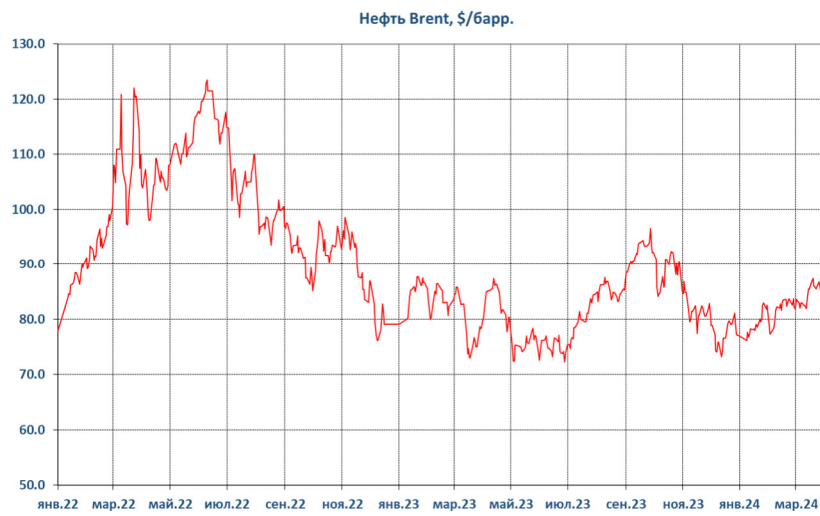
✓ **Инфляция и экономический рост.** По итогам 2023 г. годовая инфляция в странах ЕС составила 4,06% (против 9,2% в 2022 г.), в США –3,4% (против 6,45% в 2022 г.). По данным ОЭСР усредненная инфляция по 17 странам, входящим в Еврозону, в 1 кв. 2024 г. составила 3,2%. На 2024 -2025 гг. прогноз по инфляции в Еврозоне предполагает постепенное снижение до 2,6% в 4 кв. 2024 г. и далее до 2,1% к 4 кв. 2025 г. В марте 2024 г. индекс CPI в США вырос в годовом выражении до 3,5%, превысив февральский показатель в 3,2% и январский уровень в 3,1%. Прогнозный уровень инфляции США на 2025 г. – 2,4%.

По оценкам МВФ рост мирового ВВП в 2024-2025 гг. составит 3,2% ежегодно, а уровень инфляции снизится с 2,8% в 2024 г. до 2,4% 2025 г. Темпы роста в США ожидаются в 2024 г. на уровне 2,7% (1,9% в 2025 г.), в Еврозоне - 0,8% в 2024 г. и 1,5% в 2025 г. Прогноз МВФ для Китая не изменился, в нем уже заложено существенное ослабление темпов роста — с 5,2% в 2023 г. до 4,6% в 2024 г. и 4,1% в 2025 г.

✓ **Динамика нефтяных цен.** В течение первого квартала 2024 г. цены на фьючерсные контракты на нефть WTI выросли на 16.1% до 83,2 долл./баррель, цена на нефть марки Brent - на 13% до 87,5 долл./баррель. На 2 кв. 2024 г. ожидается сохранение цены нефти марки Brent на уровне 90 долл./баррель. На 2024 г. МЭА оценивает цены в среднем на уровне 89 долл./баррель, тогда как Всемирный Банк и рейтинговое агентство Fitch Ratings прогнозируют риск взлета цены на нефть до 120 долл./баррель в текущем году в случае ограничения предложения нефти на мировом рынке при разрастании регионального конфликта на Ближнем Востоке. Более долгосрочные прогнозы МЭА нефтяных цен предполагают уровни 61 долл./баррель в 2025 г. и 73 долл./баррель в 2030 г.



Нефть марки Brent, \$/барр.

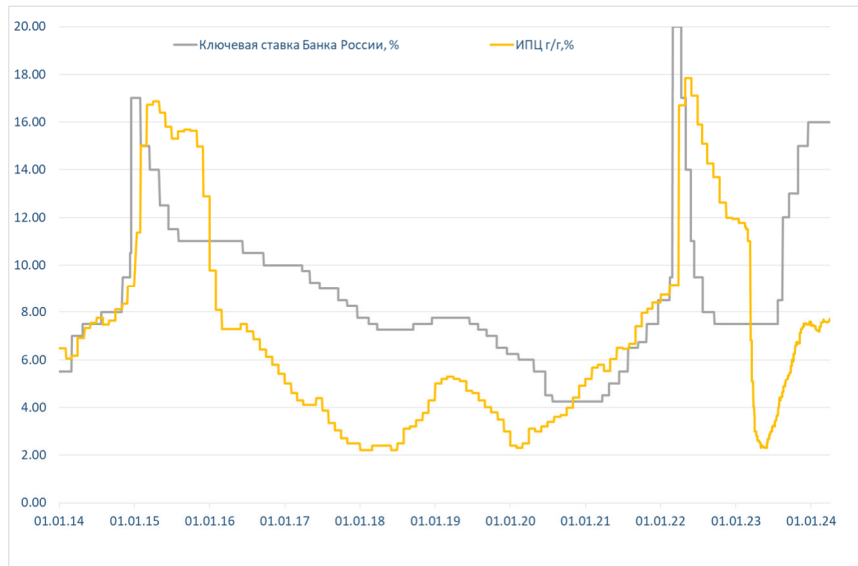




Основные внутренние факторы

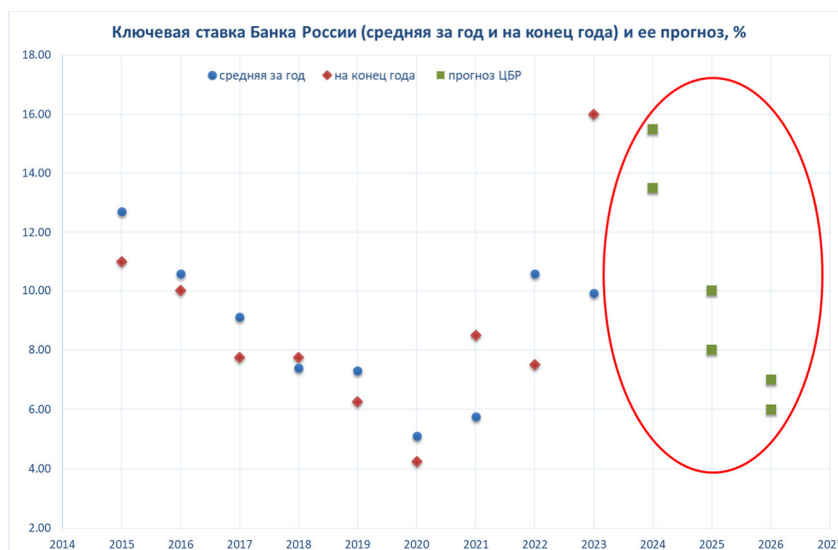
✓ **Инфляция.** Инфляция в РФ по итогам марта 2024 году составила 7,75% год к году, что оказалось выше инфляции по итогам 2023г. на уровне 7,42%. По итогам февральского заседания Банк России с учетом проводимой ДКП сохранил прогноз **годовой инфляции в 2024 году на уровне 4,0–4,5%, ожидая ее нахождения вблизи 4% в дальнейшем.** По оценке Банка России, которая была повышена в феврале т.г., рост ВВП в 2024 году сложится на уровне 1,0-2,0% (против 0,5-1,5% ожидаемых ранее).

ИПЦ vs. ключевая ставка Банка России

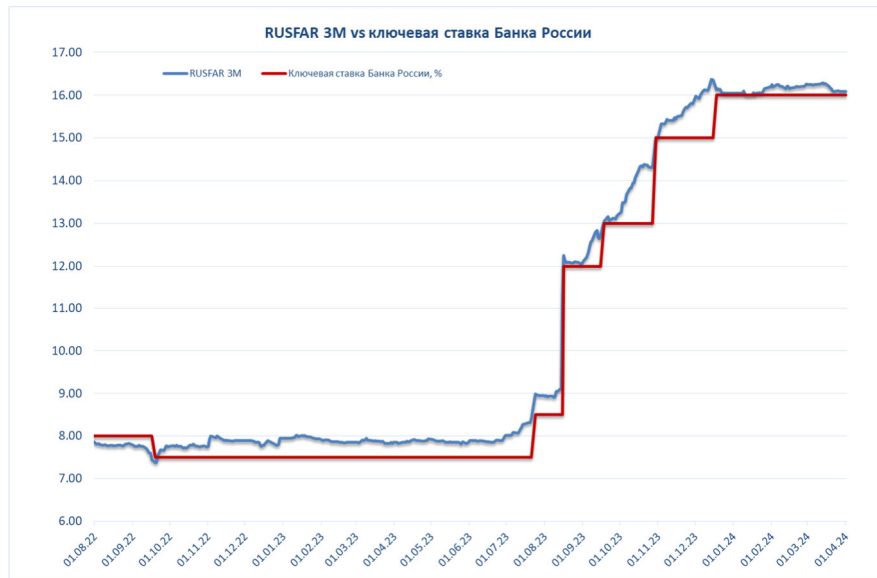


Источник: Росстат, Банк России

✓ **Денежно-кредитная политика Банка России.** На последнем в 2024 г. заседании ЦБ РФ 24 марта было принято решение о сохранении ключевой ставки на уровне 16%. В заявлении регулятора было отмечено, что текущее инфляционное давление постепенно ослабевает, но остается высоким. По оценке Банка России, внутренний спрос продолжает значительно опережать возможности расширения производства товаров и услуг. Кроме того, жесткость рынка труда вновь усилилась. Пока преждевременно судить о дальнейшей скорости дезинфляционных тенденций. Также было отмечено, что проводимая Банком России денежно-кредитная политика закрепит процесс дезинфляции в экономике.



Источник: Банк России



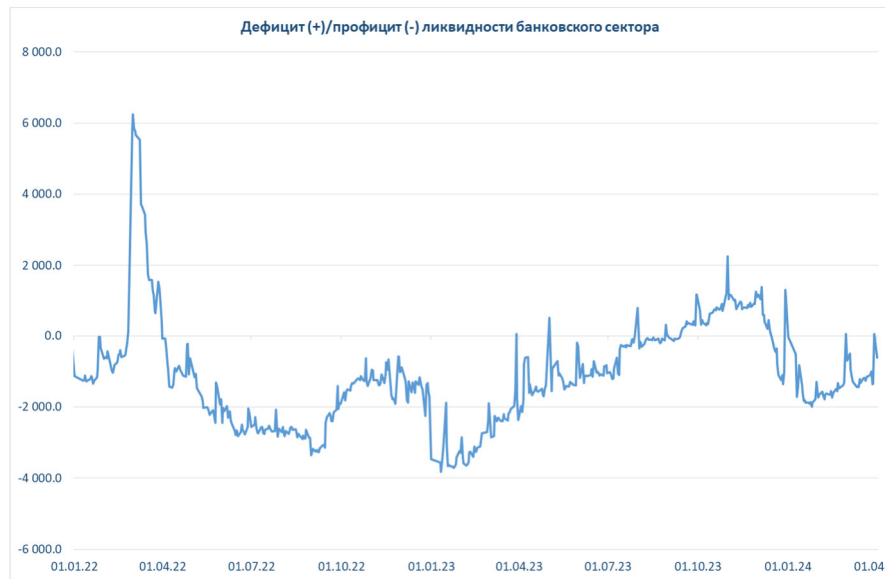
Источник: Московская биржа, Банк России, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

- ✓ **Курс рубля.** Согласно опубликованному опросу Банка России курс доллара в 2024 г. в среднем составит 92,9 руб., в 2025 г. — 95,9 руб., а к 2026 г. достигнет 98 руб. 30 апреля истекает срок указа об обязательной продаже валютной выручки экспортерами, в случае продления данной меры — это может позитивно сказаться на укреплении национальной валюты. В пользу рубля в апреле также будут выступать профицит текущего счета платежного баланса России и высокие нефтяные цены.



Источник: Банк России

- ✓ **Ликвидность банковской системы.** Профицит ликвидности (без учета корсчетов) на начало 2 кв. 2024 г. составил 207 млрд. руб. против профицита 68 млрд руб. на начало года. При этом Банк России ожидает, что в течение 2024 г. банковский сектор перейдет от профицита к дефициту ликвидности, который оценивается в 0,6 - 1,4 трлн руб., что подразумевает смещение краткосрочных ставок денежного рынка немного выше ключевой. По словам регулятора, при прочих равных это будет вносить небольшой вклад в увеличение жесткости денежно-кредитных условий.



Источник: Банк России

✓ **Политика Минфина РФ на первичном рынке ОФЗ.** В 2024 г размещение **ОФЗ планируется в объеме 4,068 трлн руб., в 2025 г - 4,363 трлн руб., в 2026 г - 4,864 трлн руб.** На погашение бумаг планируется направить 1,442 трлн руб., 1,416 трлн руб. и 1,311 трлн руб., соответственно. Таким образом чистое привлечение средств с внутреннего рынка составит порядка 2,626 трлн руб., 2,947 трлн руб. и 3,553 трлн руб. Как и в 2023 году, Минфин заложил на следующую трехлетку 2024-2026г. возможность валютных заимствований в эквиваленте до \$1 млрд в год (90,1 млрд руб., 91,1 млрд руб. и 92,3 млрд руб. соответственно).

На первый квартал 2023г. план был установлен на уровне 800 млрд руб. По итогам состоявшихся в январе - марте т.г. одиннадцати аукционных дней и восьми дополнительных размещений после аукционов общий объем размещения Минфином РФ гособлигаций составил порядка 827,824 млрд руб., обеспечив на 103,5% выполнение «плана» привлечения на рынке ОФЗ в I квартале 2024г., который был установлен на уровне 800 млрд руб. Первоначально, объем облигаций, который необходимо размещать еженедельно согласно графику проведению аукционов в первом квартале 2024г., составлял порядка 72,7 млрд руб., но по факту средний объем размещения за неделю составил 75,3 млрд руб. **На второй квартал 2023г. план был установлен на уровне 1 000 млрд руб.**

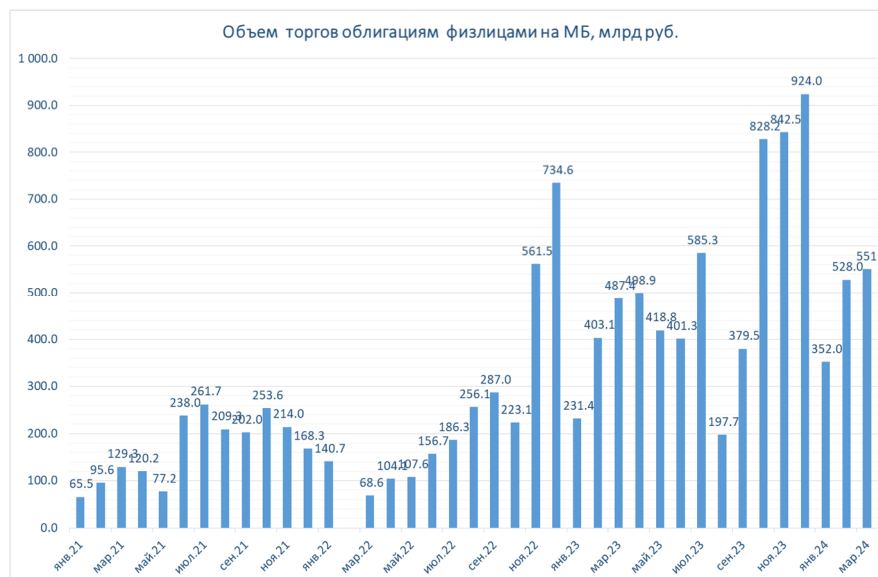
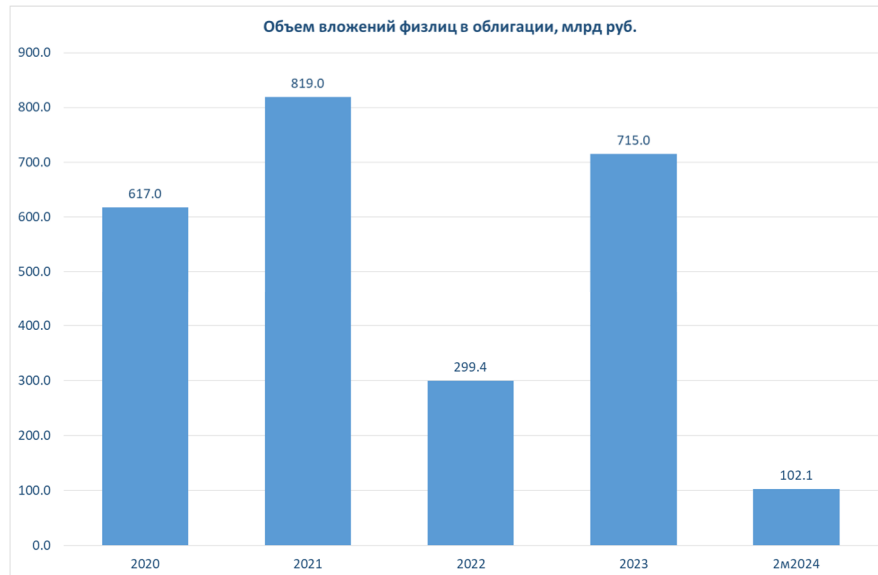
✓ **Отсутствие притока новых денежных средств в пенсионные накопления НПФ и УК** говорит о сохранении относительно слабых возможностей НПФ увеличивать вложения на долгом рынке и в 2023г. Основным источником для вложений на рынке облигаций для институциональных инвесторов будут средства, полученные ими от погашений и выплат купонов. Суммарный объем погашений и объем выплат купонных доходов в 2023г. во всех сегментах рублевого облигационного рынка составляет порядка 4,6 трлн руб. Ожидаемый на текущий момент общий объем погашения и выплат купонного дохода в 2024 г. составляет порядка 5,9 трлн руб. (62% из которых приходится на основной долг), **т.е. +30% к уровню прошедшего года.**

✓ **Рост активности инвесторов – физических лиц.** В 2023г. наблюдается рост активности инвесторов – физических лиц. По данным Московской биржи на 1 января 2024г. количество физлиц с открытыми брокерскими счетами превысило 29,7 млн, увеличившись на 6,7 млн или 22,6% к началу года. По данным МБ за 2023г. физические лица вложили в облигации **более 715 млрд руб., что на 138,8% больше показателя за весь 2022г.,** который составил более 299 млрд руб. При этом около 72% денежных средств



были вложены в корпоративные облигации и 28% - в федеральные и региональные облигации. По итогам января и февраля 2024г. объём вложений физлиц в облигации составил 102,1 млрд руб.

На вторичных торгах облигациями доля физлиц в среднем увеличилась за 2023г. до 30,0% против 26,3% в 2022г. и 10,1% в 2021г. А в первом квартале 2024г. доля физлиц на вторичных торгах с облигациями выросла в среднем до 31,3%, что на 27,6% выше объема за аналогичный период 2023г.

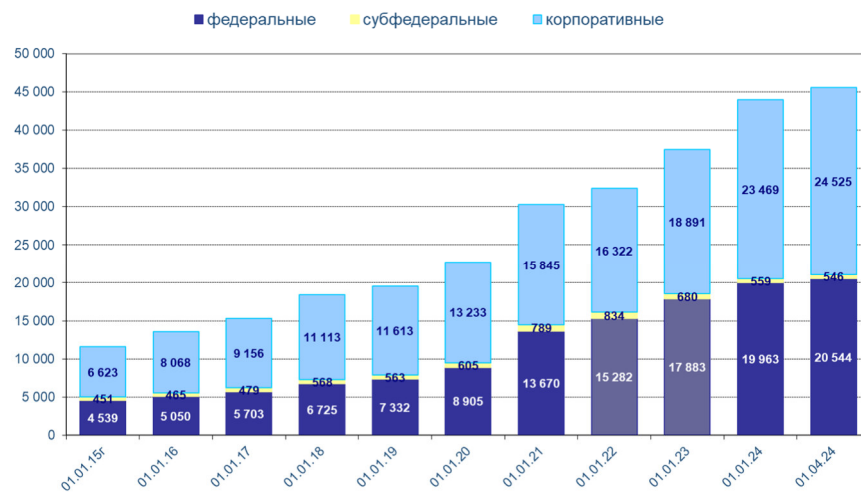




Объем и структура рынка рублевых облигаций

На 1 апреля 2024г. рынок рублевых облигаций (без учета краткосрочных облигаций) по нашим оценкам составил около 45,615 трлн руб., что на 3,7% выше показателя на начало текущего года. При этом единственным сегментом, который показал снижение (-2,3%), был рынок субфедеральных облигаций, объем которого составил порядка 545,6 млрд руб. Объемы в обращении федеральных и корпоративных облигаций выросли на 2,9% и 4,5% до 20,544 и 24,525 трлн руб., соответственно.

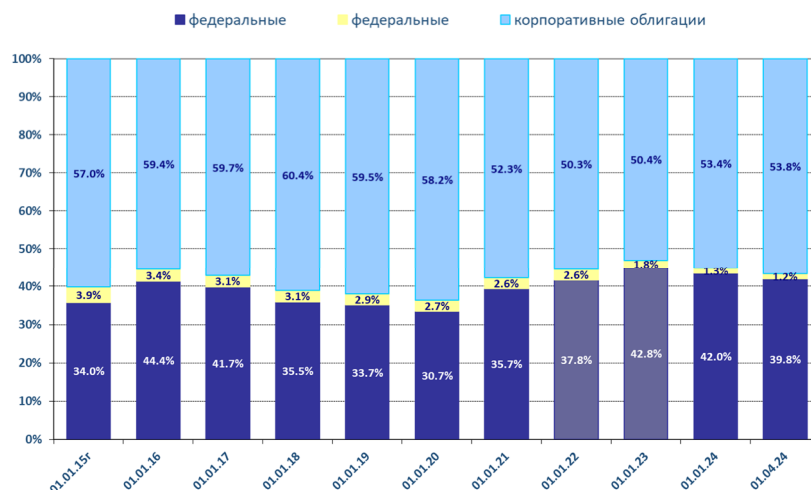
Объем рублевого облигационного рынка в обращении, млрд руб.



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Доля ОФЗ в первом квартале продолжила снижаться и составила на 1 апреля 2024г. 45,0% против 45,4% на начало года. Напомним, что в 2023г. впервые после пятилетнего роста было зафиксировано снижение доли ОФЗ с 47,7% до 45,4%. Доля субфедеральных облигаций снизилась до уровня 1,20% против 1,27% на начало т.г., сохранив устойчивую тенденцию к снижению в течение последних 14-и лет (после того, как на начало 2010г. был зафиксирован их максимальный уровень 9,35%). Доля корпоративных облигаций выросла до 53,8%, превысив уровень предыдущего максимума начала т.г. (53,4%).

Структура рублевого облигационного рынка в обращении, %

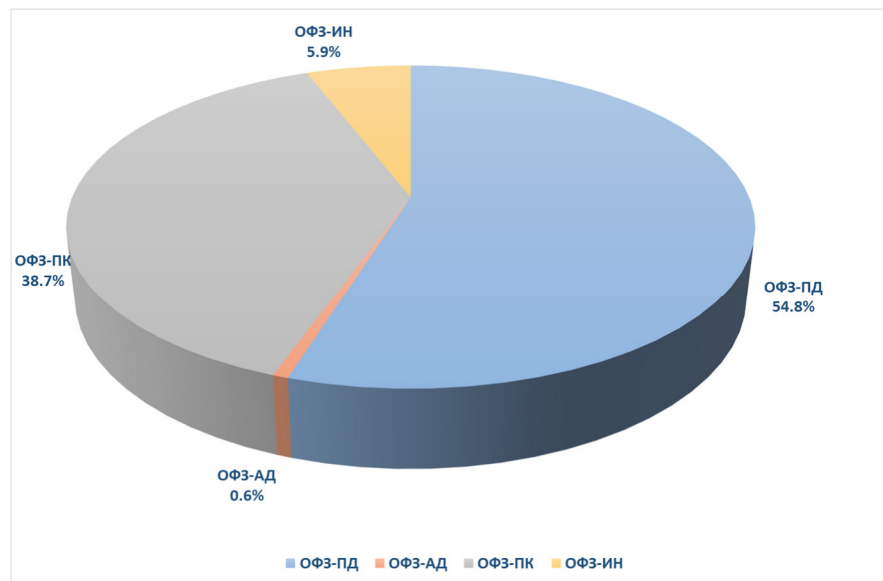




Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

На рынке государственных облигаций основную долю около 55,85% занимают облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД), которая по итогам 1 квартала 2024г. выросла на 1,03%. Продолжается снижение (на 0,16%) доли облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД) до 0,46%. Доля ОФЗ-ПК, аукционы по которым не проводились в первом квартале 2024г., снизилась с начала года на 0,93 п.п. до 37,77%. Около 5,92% (+0,06% с начала года) рынка занимают облигации федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН), что стало результатом слабого спроса и низкими объемами размещения выпуска ОФЗ-ИН 52005.

Структура рынка федеральных облигаций



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Кроме того, на 1 апреля 2024г. на счетах физических лиц лежали **ОФЗ-н** двух выпусков на общую сумму 8,083 млрд руб., которая снизилась с начала года на 5,511 млрд руб. (-40,57%) за счет проведения физлицами полного погашения одного выпуска и частичного досрочного погашения двух выпусков.

* * *

На рынке субфедеральных и муниципальных облигаций, обращаемых на МБ, на 1 апреля 2024г. был представлен 101 выпуск долговых ценных бумаг 38 регионов – эмитентов на общую сумму 548,1 млрд руб. по номинальной стоимости, а также 7 выпусков облигаций 4 органов местной власти на общую сумму 10,61 млрд руб. по номинальной стоимости.

Первое место по объему в обращении на рынке сохранил г. Москва, объем облигаций которого составил 115,4 млрд руб. или 21,2% от общего объема. Второе место заняла Московская область, объем облигаций в обращении которой составил 65,15 млрд руб. или 11,9% от общего объема рынка субфедеральных облигаций. Замыкает «тройку лидеров» Свердловская область (39,7 млрд руб. или 7,3%). На долю регионов, занимающих с 4 по 10 места, приходится от 6,2% до 3,5% рынка. При этом первая десятка регионов занимает порядка 75,0% рынка субфедеральных облигаций.



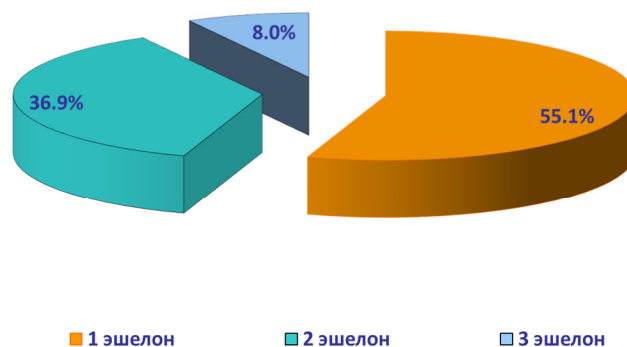
Крупнейшие эмитенты на рынке субфедеральных облигаций, % от общего объема

№ п.п.	Эмитент	Объем в обращении, млн руб.	Доля рынка, %	Количество выпусков	Доля, %
1	г. Москва	115 433.1	21.2%	3	2.8%
2	Московская обл.	65 150.0	11.9%	5	4.6%
3	Свердловская обл.	39 650.0	7.3%	8	7.4%
4	Нижегородская обл.	34 000.0	6.2%	4	3.7%
5	г. Санкт-Петербург	33 506.1	6.1%	3	2.8%
6	Саратовская обл.	32 000.0	5.9%	2	1.9%
7	Новосибирская обл.	29 500.0	5.4%	4	3.7%
8	Республика Саха (Якутия)	22 050.0	4.0%	7	6.5%
9	Республика Башкортостан	19 000.0	3.5%	3	2.8%
10	Краснодарский край	19 000.0	3.5%	3	2.8%
11	Ульяновская обл.	17 550.0	3.2%	6	5.6%
12	Красноярский край	14 900.0	2.7%	4	3.7%
13	Ярославская обл.	13 200.0	2.4%	4	3.7%
14	Самарская обл.	12 100.0	2.2%	4	3.7%
15	Томская обл.	8 150.0	1.5%	2	1.9%
16	Белгородская обл.	7 224.0	1.3%	6	5.6%
17	Оренбургская обл.	6 000.0	1.1%	2	1.9%
18	г. Новосибирск	5 900.0	1.1%	3	2.8%
19	Челябинская область	5 600.0	1.0%	3	2.8%
20	Ставропольский край	5 250.0	1.0%	1	0.9%

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

По нашим оценкам, доля облигаций региональных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) составила 55,1% на 1 апреля 2024г. В обращении находится 27 выпусков 9 эмитентов на общую сумму 309,5 млрд руб. Доля облигаций второго и третьего эшелонов составила 36,9% и 8,0% соответственно. В обращении находится 59 и 22 выпуска 21 и 12 эмитентов на общую сумму порядка 201,6 и 43,5 млрд руб. соответственно.

Эшелонированность рынка субфедеральных облигаций, % от общего объема

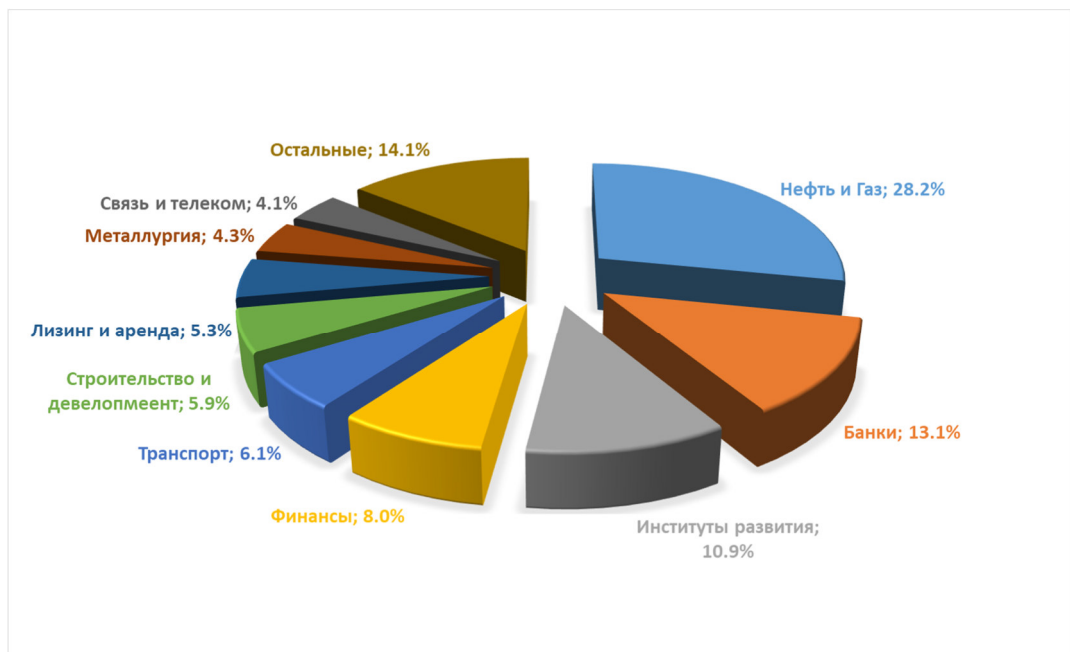


Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»



На рынке корпоративных облигаций на 1 апреля 2024г. в обращении находилось 3678 выпуска 535 эмитентов (без учета краткосрочных облигаций). Максимальную долю на рынке по-прежнему сохраняет нефтегазовый сектор с объемом более 6,9 трлн руб. или 28,2% от общего объема корпоративных облигаций в обращении. На втором и третьем месте с долей рынка 13,1% и 10,9% находятся облигации банковского сектора и облигации институтов развития (Дом.РФ, ИА Дом.РФ и ВЭБ.РФ) общим объемом 3,216 и 2,672 трлн руб. соответственно. Еще порядка 8,0% (4-е место) и 5,3% (7 место) занимают облигации прочих финансовых компаний и лизинговых компаний. Таким образом, на финансовый сектор приходится порядка 37,3% от общего объема корпоративных облигаций в обращении. Реальная экономика с общей долей 62,7% представлена (кроме лидера – нефтегазовой отрасли) также транспортным сектором (5-е место, 6,1%), строительством (включая строительство жилья) (5,9%), металлургией (4,3%), связью (4,1%) и электроэнергетикой (3,5%). На долю остальных отраслей приходится 14,1% рынка, при этом максимальная доля не превышает 2,8%.

Отраслевая структура рынка корпоративных облигаций, % от общего объема



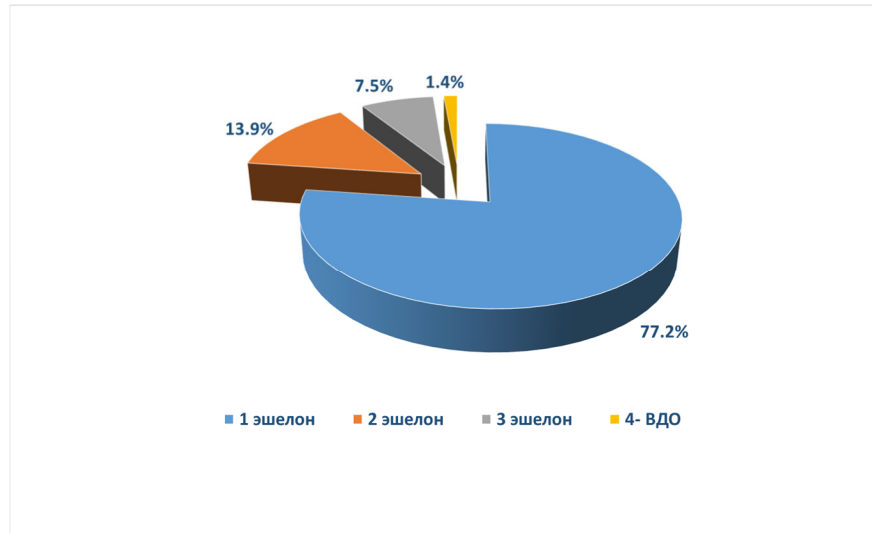
Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН».

На Московской бирже обращается 2083 выпуска облигаций 394 корпоративных эмитентов на общую сумму порядка 20,046 трлн руб. или около 82% от общего объема в обращении. Кроме того, в обращении находится 138 выпусков коммерческих облигаций на общую сумму около 681,6 млрд руб. или 2,8% от общего объема в обращении. Также в целом на рынке обращается 1217 выпусков структурных облигаций на общую сумму порядка 1,69 трлн руб. или 6,9% от общего объема рынка, в т.ч. этих облигаций 1108 выпусков кредитных организаций (с долей 91% от всех структурных облигаций) объемом 316,7 млрд руб. (18,7% от общего объема структурных облигаций).

Доля облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством), по нашим оценкам, составила 77,2% против 77,1% на начало 2024г. от суммарного объема рынка соответственно. Доля облигаций второго эшелона составляет, по нашим оценкам, 13,9% (и те же 13,9% на начало года), третьего эшелона – 7,5% (7,6% на начало года). На 1 апреля 2024г. в обращении на рынке находилось 381 выпуск высокодоходных облигаций (ВДО) 178 эмитентов (против 350 и 172 соответственно на начало года) на общую сумму порядка 275,6 млрд руб. по номинальной стоимости, а их доля составила 1,4% против 1,4% на начало 2024 года.



Эшелонированность рынка корпоративных облигаций, % от общего объема



Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Крупнейшими эмитентами корпоративных облигаций, обращающихся на МБ, являются: НК Роснефть (с долей 15,3% против 17,8% в начале года), Газпром / Газпром Капитал (9,5% против 12,7%), ДОМ.РФ / ИА ДОМ.РФ (7,6% против 9,6%), РЖД (4,5% против 5,5%). Среди кредитных организаций крупнейший эмитентом является Сбербанк (2,7% против 3,7%). На долю 10 крупнейших корпоративных эмитентов приходится порядка 51,5%, а на долю 30 крупнейших эмитентов – 71,1% (против 61,7% и 80,4% на начало года соответственно).

Крупнейшие эмитенты на рынке корпоративных облигаций, % от общего объема

№ п.п.	Эмитент	Объем в обращении, млн руб.	Доля рынка, %	Количество выпусков	Доля, %
1	Роснефть	3 755 465.0	15.3%	34	0.9%
2	Газпром Капитал	2 337 066.1	9.5%	48	1.3%
3	ДОМ.РФ / ДОМ.РФ ИА	1 853 088.8	7.6%	90	2.4%
4	РЖД	1 098 200.0	4.5%	52	1.4%
5	Автодор	717 053.0	2.9%	83	2.3%
6	ВЭБ.РФ	707 046.3	2.9%	28	0.8%
7	Сбербанк России	666 166.8	2.7%	356	9.7%
8	Банк ВТБ (ПАО)	590 044.7	2.4%	765	20.8%
9	Газпромбанк	459 304.6	1.9%	40	1.1%
10	ГТЛК	452 003.2	1.8%	66	1.8%
11	ГМК Норильский никель	383 988.6	1.6%	8	0.2%
12	Россети	357 803.5	1.5%	29	0.8%
13	РУСАЛ	319 471.0	1.3%	12	0.3%
14	Газпром Нефть	298 000.0	1.2%	15	0.4%
15	НЛК-Финанс	294 255.2	1.2%	12	0.3%
16	СИБУР Холдинг	284 844.0	1.2%	11	0.3%
17	Россельхозбанк	263 329.8	1.1%	32	0.9%
18	АФК Система	259 200.0	1.1%	26	0.7%
19	МТС	250 000.0	1.0%	19	0.5%



20	Альфа-Банк	234 437.4	1.0%	175	4.8%
----	------------	-----------	------	-----	------

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

В конце 2022г. на рынке появился новый инструмент - «замещающие» облигации. «Замещающие» облигации — это выпущенные по российскому праву и обращающиеся внутри российской инфраструктуры облигации, которые инвестор может получить взамен ранее выпущенных еврооблигаций эмитента. Параметры замещающих облигаций должны быть аналогичны параметрам замещаемого выпуска еврооблигаций по сроку погашения, размеру дохода, календарю купонных выплат и номинальной стоимости.

На 1 апреля 2024г. в обращении находилось 54 выпуска «замещающих» облигаций 20 эмитентов (компаний и банков), из которых 43 выпуска номинированы в долларах США, 7 выпусков в евро, по одному выпуску в фунтах стерлингов и швейцарских франках, а также два выпуска в рублях. При этом у Газпром Капитала в обращении находится 19 выпусков во всех четырех валютах. В долларах США: 4 выпуска НК ЛУКОЙЛ, по 2 выпуска ФосАгро, ГМК НорНикель, МКБ и ТКС-Банк, 6 выпусков ГТЛК, 4 выпуска Совкомбанк, по одному выпуску: Совкомфлот, ХК Металлоинвест, Борец Капитал, ММК, Мэйл.Ру, а также в рублях 2 выпуска Альфа-Банка.

Замещающие облигации в обращении

Эмитенты	Выпуски	Заявленный объем, млн	Размещенный объем, млн	Валюта	Доля размещения, %
19	43	26972.270	16 034.00	\$	54.5%
1	7	5 100	3 463.16	EUR	67.9%
1	1	850	411.244	GBP	48.4%
1	1	500	173.185	CHF	34.6%
1	2	25 000	20 751.5	RUR	83.0%

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

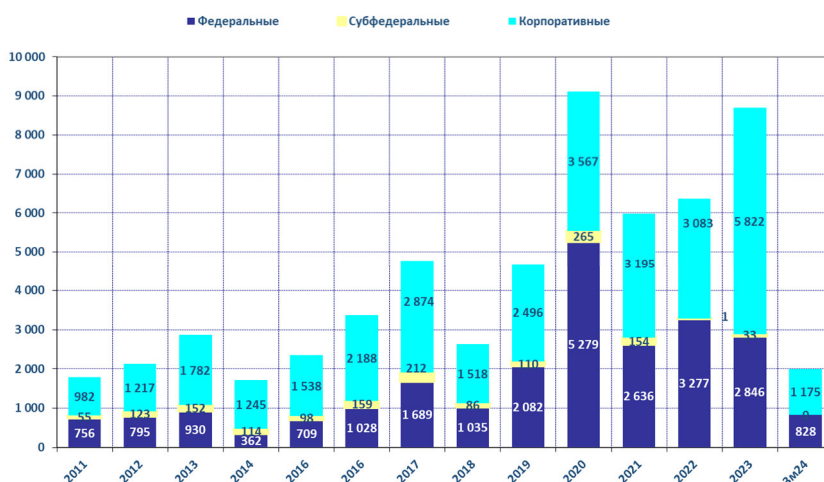
Общий объем в обращении «замещающих» облигаций в рублевом эквиваленте (по официальным курсам на 1 апреля 2024г.) составил 1 912,06 млрд руб. или 7,78% от общего объема рынка корпоративных облигаций в обращении.

Несколько ранее в 2022г. на долговом рынке также появился еще один новый инструмент - корпоративные облигации, номинированные в китайских юанях. Первые облигации появились на рынке только в начале августа 2022г., быстро завоевали интерес как эмитентов, так и инвесторов, что позволило им занять определённую нишу на облигационном рынке. Но проблемы с юаневой ликвидностью и конкуренция по ставкам со стороны замещающих облигаций привели к охлаждению интереса со стороны инвесторов. На 1 апреля 2024г. в обращении находилось 63 выпуска номинированных в юанях облигаций 17 эмитентов на общую сумму 106,4 млрд юаней или в рублевом эквиваленте 1 347,9 млрд руб. (5,5% от общего объема рынка в обращении). При этом на Московской бирже обращается 27 выпусков 15 эмитентов на общую сумму 91,6 млрд юаней или в рублевом эквиваленте 1 160,1 млрд руб. (86,1% от общего объема облигаций в юанях).

Основные показатели первичного рынка

Объем первичных размещений облигаций по итогам 1 квартала 2024г. составил, по нашим оценкам, около 2 002,4 млрд руб., что на 27,8% выше показателя за аналогичный период 2023 года. При этом первичный рынок ОФЗ составил 827,8 млрд руб., а на рынке корпоративных облигаций объем размещения составил порядка 1 174,4 млрд руб., что соответственно на 12,1% и на 41,9% выше уровня аналогичного периода предыдущего года. На рынке субфедеральных облигаций первичные размещения в первом квартале 2024г. не проводились. В то время как в начале 2023г. объем размещения составил 1 млрд руб.

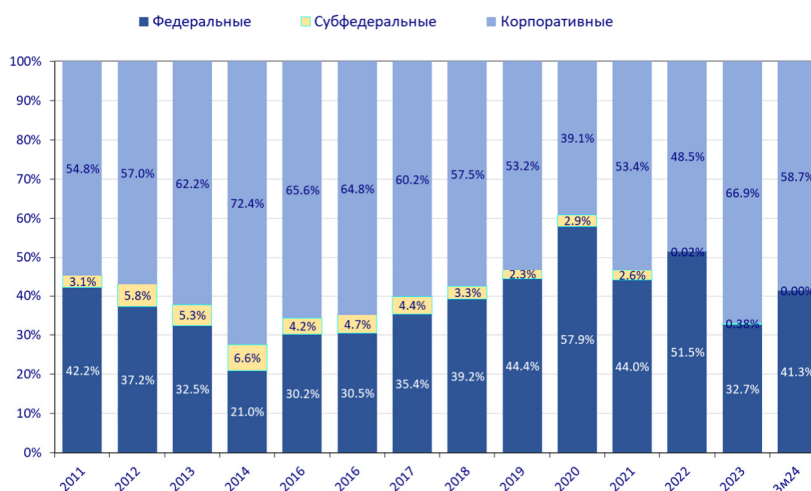
Объем первичного размещения облигаций в 2011–2023гг., млрд руб.



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

На долю ОФЗ пришлось 41,3% от общего объема размещений (47,1% по итогам 1 квартала 2023г.). На долю корпоративных облигаций пришлось 59,3% против 52,8% за аналогичный период прошлого года.

Структура первичного размещения облигаций в 2011–2022гг., млрд руб.

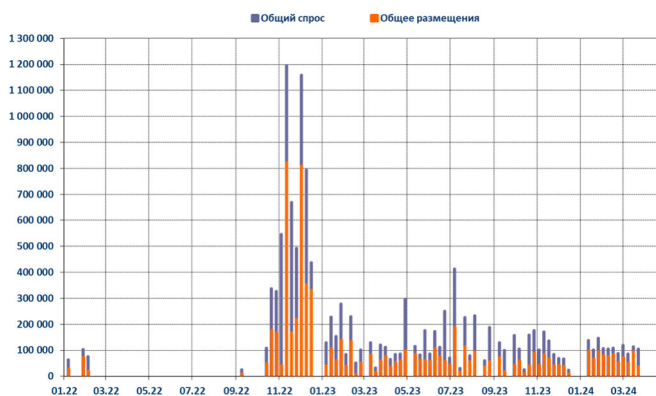


Источники: Минфин РФ, Московская Биржа, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

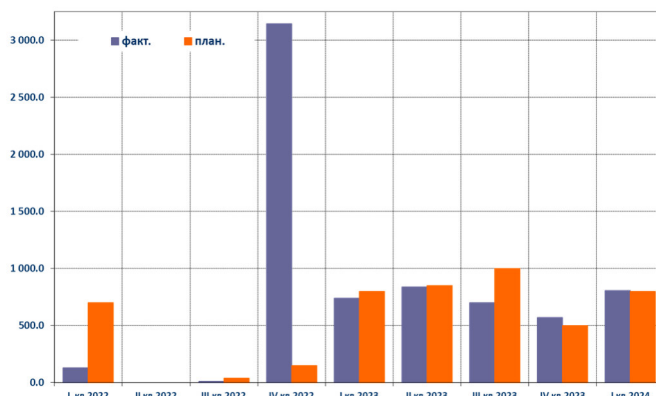


По итогам состоявшихся в январе - марте т.г. одиннадцати аукционных дней и семи дополнительных размещений после аукционов общий объем размещения Минфином РФ гособлигаций составил порядка 804,550 млрд руб., обеспечив на 100,6% выполнение «плана» привлечения на рынке ОФЗ в 1 квартале 2024г., который был установлен на уровне 800 млрд руб. Первоначально, объем облигаций, который необходимо размещать еженедельно согласно графику проведению аукционов в 1 квартале 2024г., составлял порядка 72,7 млрд руб.

Объем спроса и размещения ОФЗ, млн руб.



Объемы размещения ОФЗ по-квартально, млрд руб.



Источник: Минфин РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

* * *

Субъекты РФ не только не размещали новые облигационные займы, но и в плановом порядке погашали предыдущие займы, а также банковские кредиты как за счет собственных средств, так и за счет бюджетных кредитов.

Объем и структура внутреннего государственного долга субъектов РФ

Виды ДО	Объем, млрд руб. по состоянию на:		Изменение	
	01.01.2024	01.03.2024	млрд руб.	%
государственные ценные бумаги	537.23	527.27	-9.96	-1.85%
кредиты от КО	126.71	90.78	-35.93	-28.36%
бюджетные кредиты	2 490.62	2 519.45	28.83	1.16%
госгарантии	47.75	52.92	5.16	10.81%
иные ДО	3 202.32	3 190.42	-11.90	-0.37%
Всего	537.23	527.27	-9.96	-1.85%

Источник: Минфин РФ, расчет ООО «БК РЕГИОН»

В начале 2023 года мы ожидали повышение активности на первичном рынке субфедеральных облигаций, о чем свидетельствовали зарегистрированные на начало сентября условия эмиссии уже 26 субъектов и МО РФ. Однако, существенный рост процентных ставок на рублевом долговом рынке существенно скорректировал планы субъектов РФ, которые отказались от дальнейшей регистрации условий эмиссий и отказались от размещения облигаций в соответствии с уже зарегистрированными условиями. Тем не менее в текущем году, мы ожидаем смягчения ДКП Банка России во второй половине



года, что может привлечь регионы к публичному долговому рынку. При этом субъекты РФ уже начали готовиться к этому, с начала года начав регистрацию условия эмиссии облигаций.

Зарегистрированные условия эмиссии облигаций

Эмитент	Регистрационный номер и дата государственной регистрации Условий эмиссии	Нормативный правовой акт, которым утверждены Условия эмиссии	Форма облигаций	Срок обращения
Министерство финансов Ульяновской области	ULN-006/00910 от 07.03.2024	Приказ Министерства финансов Ульяновской области от 02.02.2024 № 12-пр	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 30 лет
Министерство финансов Ульяновской области	ULN-007/00911 от 07.03.2024	Приказ Министерства финансов Ульяновской области от 07.02.2024 № 13-пр	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным или постоянным купонным доходом	от 1 года до 3 лет
Министерство финансов Республики Башкортостан	BAS-015/00912 от 21.03.2024	Приказ Министерства финансов Республики Башкортостан от 19.02.2024 № 40	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 10 лет
Министерство финансов Республики Саха (Якутия)	RSY-025/00913 от 10.04.2024	Приказ Министерства финансов Республики Саха (Якутия) от 05.03.2024 № 01-04/322-Н	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 30 лет

Источник: Минфин РФ

* * *

На **первичном рынке корпоративных облигаций** по итогам 1 квартал 2024г. было размещено 340 выпусков облигаций 94 эмитентов на общую сумму порядка 1 174,5 млрд руб. (без учета краткосрочных и замещающих облигаций, ЦФА), включая четырнадцать выпусков облигаций в юанях общим объемом 21,95 млрд юаней (или 280,4 млрд руб. или 23,9% от общего объема). Кроме того, были завершены технические размещения 90 выпусков облигаций на сумму 104,9 млрд руб.

На первичном рынке облигаций порядка 58,7% заняли облигации реального сектора с общим объемом более 688,9 млрд руб. Около 12,4% и 28,9% от общего объема размещения рублевых облигаций пришлось на банковский (145,6 млрд руб.) и финансовый (включая лизинг, институты развития, МФК и прочие финансы) сектора (340,0 млрд руб.).

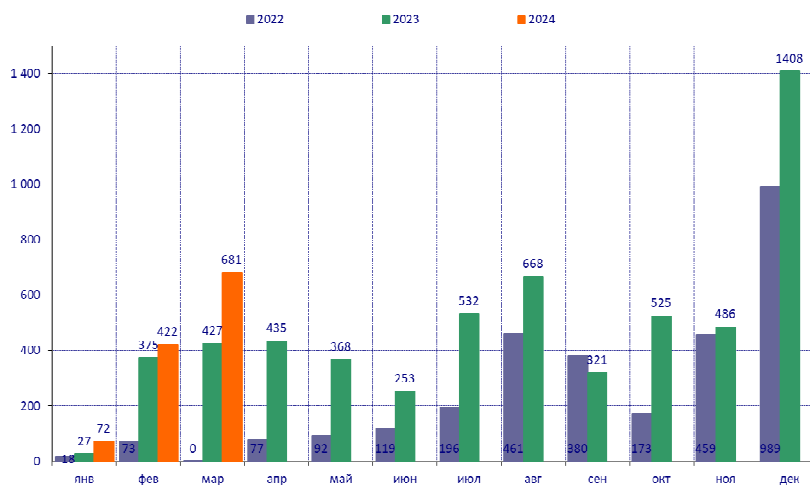
Характерная особенность первичного рынка 2023г., которая заключалась в существенном **укрупнении объемов отдельных** выпусков, сохранилась и в первом квартале 2024 г. Если в 2023г. на 52 крупные сделки (с объемом от 30 млрд руб.) пришлось около 56% из общего объема, в первом квартале 2024г. на 7 крупных сделки пришлось порядка 683,5 млрд руб. или **более 58% от общего** объема размещения (НК Роснефть (в юанях), Газпром нефть, ГК НорНикель, ИА ДОМ.РФ, РЖД и др.).

Сохраняется относительно высокая доля **облигаций с плавающим купоном**, которых в 1 квартале 2024г. было размещено 25 выпусков на общую сумму 340,5 млрд руб. или 26,4% от общего объема. При этом у 32% по количеству и 35% по объему облигаций с ПК (8 выпусков объемом 109,1 млрд руб.) купон привязан к ставке RUONIA, а у соответственно 68% и 65% облигаций с ПК (17 выпусков объемом 201,4 млрд руб.) купон привязан к ключевой ставке Банка России.

В первом квартале 2024г. также было размещено 6 выпусков коммерческих облигаций общим объемом 2,28 млрд руб. или 1,8% от общего объема размещения.



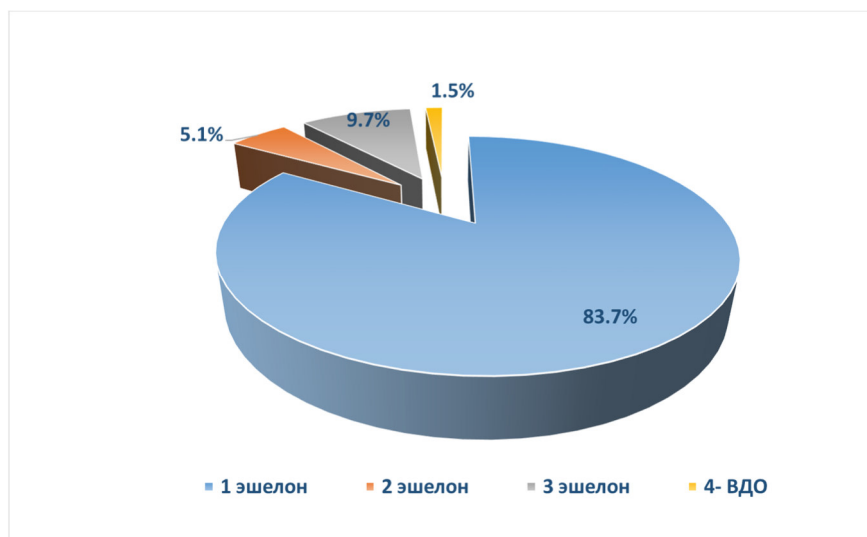
Объем размещения корпоративных облигаций, млрд руб.



Источники: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

На Московской бирже прошло размещение 113 выпусков корпоративных облигаций общим объемом 840,7 млрд руб. или 72% от общего объема. На первичном биржевом рынке преобладало размещение облигаций **первого эшелона**: на 47 выпусков (около 33,2% от общего количества) пришлось более 703,8 млрд руб. (около 83,7% от общего биржевого объема). На долю 6 и 14 выпусков **второго и третьего эшелонов** пришлось 42,6 и 81,8 млрд руб. соответственно (или 5,1% и 9,7%). На 46 выпусков **ВДО** (около 30,7% от общего количества) с объемом 12,46 млрд руб. пришлось около 1,5% от общего объема биржевых размещений рублевых облигаций.

Эшелонированность первичного рынка корпоративных облигаций, % от общего объема



Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Кроме того, в первом квартале 2024г. было размещено 209 выпусков (около 61,5% от общего количества) **структурных облигаций** на общую сумму около 178,1 млрд руб. или около 15,2% от общего объема. При этом большую долю в размещении структурных облигаций занимают банковские облигации: 178 выпусков (85,2% от общего количества структурных облигаций) общим объемом 80,7 млрд руб. или 45,3% от объема размещения структурных облигаций.



Кроме того, с начала 2024г. прошли сделки по размещению 10 выпусков (включая дополнительные) **замещающих облигаций** в долларах США и в евро на общую сумму эквивалентную 160,025 млрд руб. Распределение размещений по месяцам и валютам представлено в таблице.

Объемы предложения и размещения замещающих облигаций

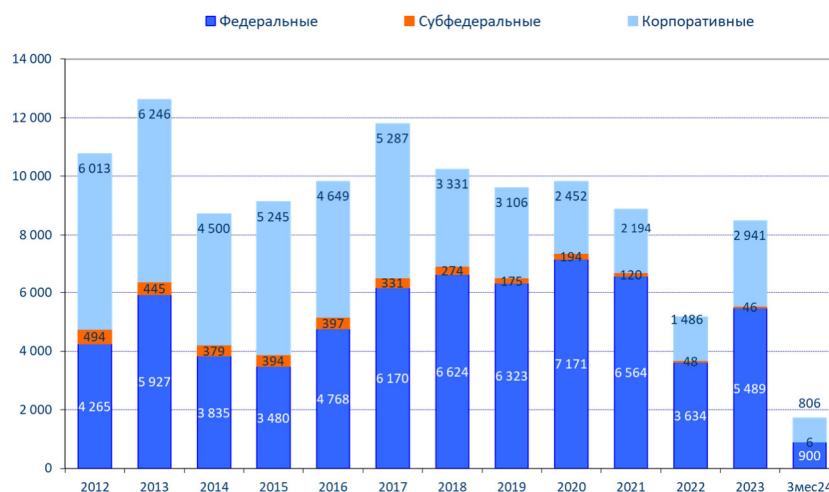
	Предложено, млн	Размещено, млн	Доля, %	Предложено, млн	Размещено, млн	Доля, %
Месяц	\$			EUR		
янв.24	800.000	611.377	76.4%			
фев.24	656.916	328.100	49.9%	619.112	131.882	21.3%
мар.24	717.270	238.042	33.2%	329.985	50.510	15.3%
Всего	38 926.475	16 982.521	43.6%	11 436.034	4 712.648	41.2%
Справочно:						
2022	14 678.427	5 909.297	40.3%	3 250.000	1 393.855	42.9%
2023	22 073.862	9 895.705	44.8%	7 236.937	3 136.401	43.3%

Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»

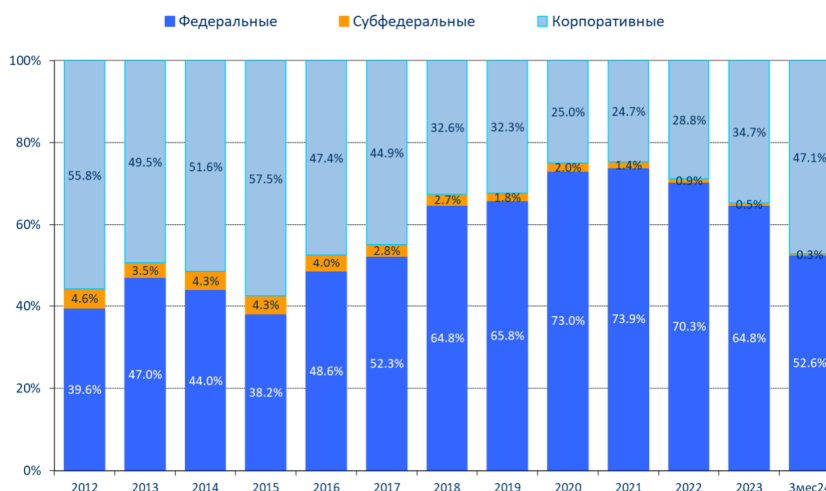
Обороты вторичного рынка

По итогам 1 квартала 2024г. объем биржевых сделок с облигациями с расчетами в рублях составил порядка 1 712,03 млрд руб., что на 16,0% выше показателя за аналогичный период предыдущего года. При этом в сегменте федеральных облигаций наблюдалось повышение объема сделок на 13,8% до 900,2 млрд руб. Снижение объема сделок на 73,6% до 5,75 млрд руб. было зафиксировано в субфедеральном сегменте. Более чем на 22,9% выросли объёмы торгов корпоративными облигациями до 806,08 млрд руб. На долю гособлигаций пришлось около 52,6% от суммарного объема, на долю субфедеральных и корпоративных облигаций – 0,3% и 47,1%. Можно отметить, что по итогам 1 квартала 2024г. продолжилось снижение доли ОФЗ в суммарном объеме биржевых торгов, которое началось в 2022 и продолжилось в 2023 году после ее неуклонного роста с 2016 по 2021гг.

Объем биржевых сделок с облигациями, млрд руб.



Структура биржевых сделок с облигациями, в % от суммарного объема

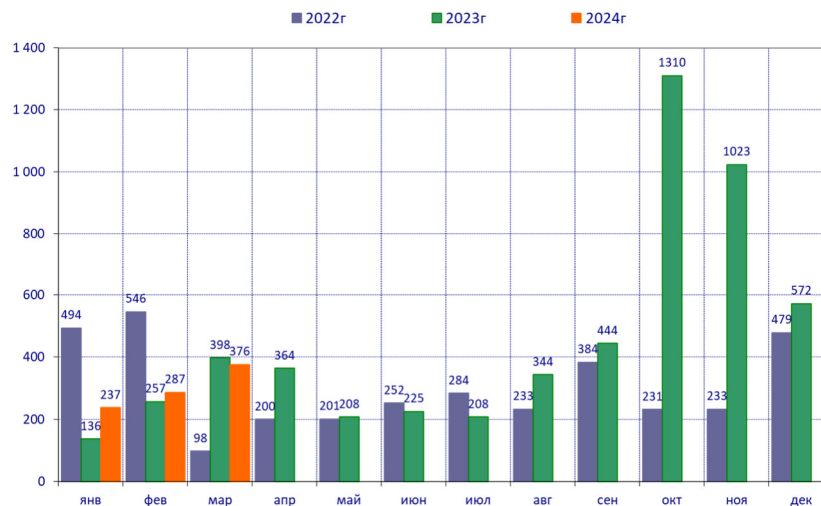


Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



На рынке ОФЗ в течение первых двух месяцев наблюдалась более слабая активность по сравнению с уровнем предыдущего года, исключением стал март, когда объем торгов был несколько ниже уровня марта 2023г., что могло быть связано, прежде всего, с ухудшением конъюнктуры вторичного рынка на фоне ожиданий сохранения жесткой ДКП в течение долгого времени.

Объем биржевых торгов с ОФЗ, млрд руб.



Максимальные объемы сделок в первом квартале были зафиксированы по двум долгосрочным выпускам ОФЗ-ПД 26244 и ОФЗ-ПД 26243, которые активно размещаются в начале т.г. и на долю которых пришлось 13,4% и 11,2% от общего объема сделок с ОФЗ. На долю 15 наиболее торгуемых выпусков пришлось 77,3% от общего объема сделок.

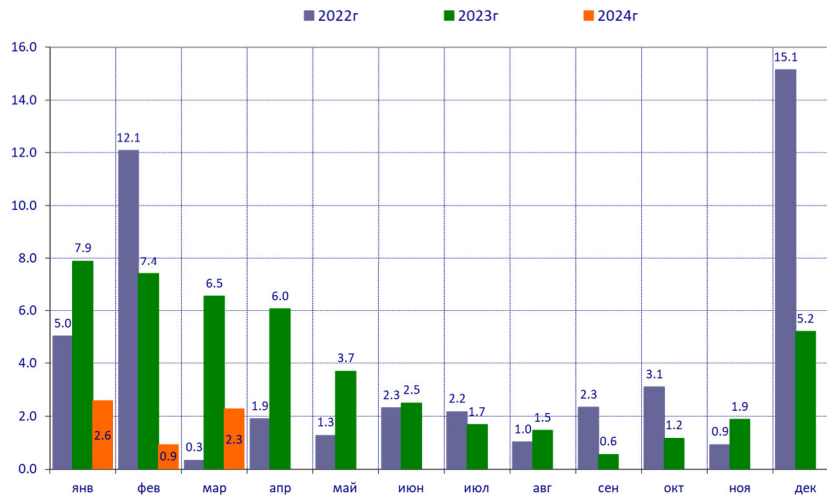
Объем биржевых торгов с ОФЗ

№ п.п.	Выпуск	Основная сессия МБ, млн руб.	Оборот в РПС МБ, млн руб.	Всего на МБ, млн руб.	Доля от общего объема сделок, %	Доля от объема выпуска в обращении, %
1	ОФЗ 26244	90 624.3	22 252.6	112 876.8	13.4%	19.5%
2	ОФЗ 26243	79 569.5	14 733.1	94 302.6	11.2%	14.8%
3	ОФЗ 26238	49 747.7	9 788.7	59 536.4	7.0%	11.9%
4	ОФЗ 29024	7 716.3	42 781.1	50 497.4	6.0%	6.8%
5	ОФЗ 26207	30 580.5	14 238.4	44 818.9	5.3%	12.4%
6	ОФЗ 26234	37 981.0	6 230.6	44 211.6	5.2%	8.9%
7	ОФЗ 26227	41 755.8	990.1	42 745.9	5.1%	10.7%
8	ОФЗ 26236	29 953.3	5 300.6	35 253.9	4.2%	7.1%
9	ОФЗ 24021	31 734.2	0.9	31 735.1	3.8%	10.6%
10	ОФЗ 29014	22 705.4	6 940.7	29 646.1	3.5%	6.6%
11	ОФЗ 26226	21 703.6	6 358.7	28 062.2	3.3%	7.6%
12	ОФЗ 26229	23 510.5	33.0	23 543.6	2.8%	5.2%
13	ОФЗ 26219	19 947.7	434.2	20 381.9	2.4%	5.7%
14	ОФЗ 26241	16 880.8	1 174.2	18 055.0	2.1%	2.4%
15	ОФЗ 26222	16 104.3	965.5	17 069.8	2.0%	4.9%

Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



Объем биржевых торгов с субфедеральными облигациями, млрд руб.



Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

На вторичном рынке **субфедеральных облигаций** в начале 2024г. объемы сделок были ниже уровня аналогичного периода предыдущего года на фоне отсутствия в течение уже долгого времени первичных размещений субфедеральных облигаций.

Максимальные объемы сделок в первом квартале были зафиксированы по выпускам МГор72-об, КраснодарКр3 и Башкорт23, и на долю которых пришлось 15,1%, 14,0 и 11,8% от общего объема сделок с региональными облигациями соответственно. На долю 15 наиболее торгуемых выпусков пришлось 84,2% от общего объема сделок.

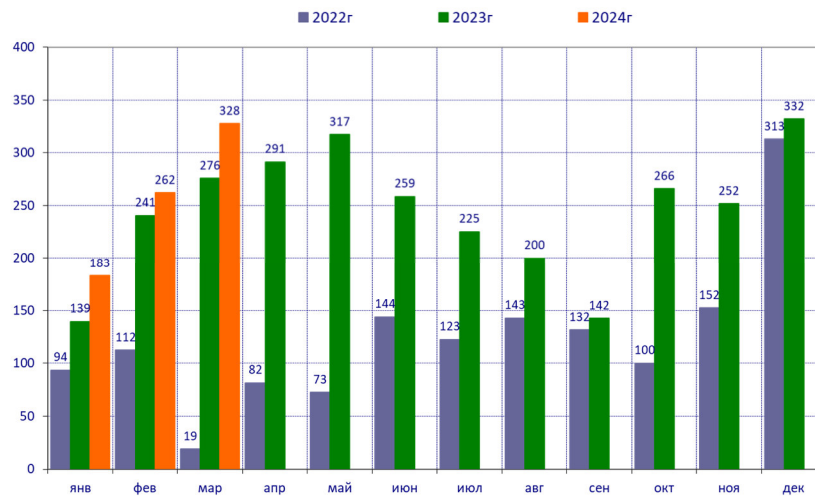
Объем биржевых торгов с субфедеральными облигациями

№ п.п.	Выпуск	Основная сессия МБ, млн руб.	Оборот в РПС МБ, млн руб.	Всего на МБ, млн руб.	Доля от общего объема сделок, %	Доля от объема выпуска в обращении, %
1	МГор72-об	790.4	98.1	888.5	15.1%	2.5%
2	КраснодКр3	9.7	817.1	826.8	14.0%	8.3%
3	Башкорт23	14.7	677.2	691.9	11.8%	12.6%
4	Новосиб 23	326.6	0.0	326.6	5.6%	1.6%
5	МгдОбл2023	309.7	0.0	309.7	5.3%	31.0%
6	Ульоб34006	306.9	0.0	306.9	5.2%	10.2%
7	МосОб35015	17.2	276.6	293.7	5.0%	1.4%
8	СаратОбл17	12.1	261.2	273.3	4.6%	13.7%
9	Ульоб35002	219.3	0.0	219.3	3.7%	3.1%
10	СПбГО35001	196.8	0.0	196.8	3.3%	0.7%
11	БелОб34014	4.7	181.1	185.7	3.2%	8.3%
12	МосОбл2019	146.1	0.0	146.1	2.5%	2.3%
13	ТомскАдм 7	115.0	0.0	115.0	2.0%	28.7%
14	МГор74-об	93.8	0.0	93.8	1.6%	0.1%
15	МосОб34014	46.8	33.4	80.2	1.4%	0.8%

Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



Объем биржевых торгов с корпоративными облигациями, млрд руб.



Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

На рынке **корпоративных облигаций** в первые три месяца 2024 года ситуация с ликвидностью оказалась существенно лучше, чем в предыдущие два года, что связано с относительно высокой активностью корпоративных эмитентов на первичном рынке.

Максимальные объемы сделок в первом квартале были зафиксированы по выпускам НорникБ1Р7, ГазпнЗР10R и РЖД 1Р-30R, и на долю которых пришлось 15,0%, 5,8% и 3,4% от общего объема сделок с региональными облигациями соответственно. На долю 15 наиболее торгуемых выпусков пришлось 41,3% от общего объема сделок, при этом на долю 28 выпусков пришлось 50,1% от общего оборота.

Объем биржевых торгов с облигациями, номинированные в рублях

№ п.п.	Выпуск	Основная сессия МБ, млн руб.	Оборот в РПС МБ, млн руб.	Всего на МБ, млн руб.	Доля от общего объема сделок, %	Доля от объема выпуска в обращении, %
1	НорНикБ1Р7	6 561.72	81 621.88	88 183.60	15.0%	88.2%
2	ГазпнЗР10R	7 709.38	26 467.45	34 176.83	5.8%	68.4%
3	РЖД 1Р-30R	2 055.00	17 945.00	20 000.00	3.4%	66.7%
4	СамолетР13	6 486.13	7 661.95	14 148.07	2.4%	57.7%
5	ГТЛК 1Р-03	6 088.81	6 477.52	12 566.32	2.1%	125.7%
6	МТС 2Р-05	1 709.11	8 141.99	9 851.10	1.7%	39.4%
7	ИКС5ФинЗР4	746.34	8 728.88	9 475.23	1.6%	94.8%
8	ДОМ.РФ26о6	0.00	7 999.60	7 999.60	1.4%	133.3%
9	ГазКап2Р12	25.43	7 927.33	7 952.75	1.4%	31.8%
10	ГТЛК 2Р-03	2 643.77	4 507.93	7 151.69	1.2%	95.4%
11	РСХБ2Р3	155.22	6 892.18	7 047.40	1.2%	35.2%
12	Сбер Sb33R	4 468.48	2 409.34	6 877.82	1.2%	8.4%
13	Новотр 1Р5	893.75	5 467.12	6 360.87	1.1%	63.6%
14	РЖД 1Р-28R	4 755.95	1 335.49	6 091.44	1.0%	13.5%
15	ГазпнфЗР7R	2 491.10	2 830.26	5 321.36	0.9%	15.7%

Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



Биржевые торги с облигациями, номинированными в китайских юанях, торговались в 1 квартале 2024г., как с расчетами в рублях, так и с расчетами в юанях. По итогам 1 квартала 2024г. суммарный объем торгов составил порядка 35,914 млрд руб., из которых 39,9% пришлись на основную сессию и 60,1% на сделки в РПС. При этом 7,1% от общего объема пришлось на сделки в рублях, в т.ч. 9,1% - на основной сессии и 5,7% в РПС. С расчетами в юанях облигации наиболее активно торговались в РПС, на долю которых пришлось 94,3% от суммарного объема сделок в РПС. Порядка 90,9% составила доля сделок с расчетами в юанях на основной сессии от общего объема сделок на основной сессии с облигациями, номинированными в юанях.

Объем и структура биржевых торгов с облигациями, номинированными в юанях

	Основная сессия	РПС	Всего
Объемы торгов			
расчеты в рублях, млн руб.	1 298.6	1 225.0	2 523.6
расчеты в юанях			
млн CNY	1 035.2	1 624.1	2 639.6
млн руб.	13 019.6	20 371.0	33 390.6
Всего, млн руб.	14 318.2	21 595.9	35 914.2
Доля, %	39.9%	60.1%	100.0%
Структура торгов			
расчеты в рублях	9.1%	5.7%	7.1%
расчеты в юанях	90.9%	94.3%	92.9%

Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Из 29 выпусков облигаций, номинированных в юанях, сделки на МБ с расчетами в юанях прошли в 1 квартале 2024г. с 19 выпусками. Наиболее ликвидными облигациями на вторичном рынке МБ с расчетами в рублях стали: РУСАЛ 1Р6 (28,4% от общего объема сделок с облигациями, номинированными в юанях, с расчетами в рублях), НорникБ1Р5 (19,3%), РУСАЛ БО05 (16,8%). На долю 10% наиболее ликвидных выпусков пришлось 96,8% от общего объема.

Объем биржевых торгов с расчетами в рублях облигациями, номинированные в юанях

№ п.п.	Выпуск	Основная сессия МБ, млн руб.	Оборот в РПС МБ, млн руб.	Всего на МБ, млн руб.	Доля от общего объема сделок, %	Доля от объема выпуска в обращении, %
1	РУСАЛ 1Р6	316.89	400.40	717.28	28.4%	5.6%
2	НорНикБ1Р5	0.00	486.15	486.15	19.3%	1.0%
3	РУСАЛ БО05	403.32	19.69	423.01	16.8%	1.7%
4	Полюс Б1Р2	219.53	0.00	219.53	8.7%	0.4%
5	УралСт1Р03	26.71	139.10	165.82	6.6%	3.7%
6	ЕАБР ПЗ-04	0.15	144.59	144.74	5.7%	0.6%
7	МЕТАЛИН1Р2	78.21	26.84	105.05	4.2%	0.8%
8	РУСАЛ БО06	88.82	4.38	93.19	3.7%	0.4%
9	СКФ 1Р1СNY	55.13	0.00	55.13	2.2%	0.2%
10	ЮГК 1Р2	31.68	0.00	31.68	1.3%	0.4%
11	СережаЗР1R	23.35	0.00	23.35	0.9%	0.4%
12	МЕТАЛИН1Р5	23.17	0.00	23.17	0.9%	0.2%



13	Бденьг-Ю01	15.67	0.00	15.67	0.6%	7.0%
14	РУСАЛ 1Р1	7.71	3.80	11.51	0.5%	0.0%
15	МЕТАЛИН1Р1	5.11	0.00	5.11	0.2%	0.0%
16	ЮГК 1Р1	1.81	0.00	1.81	0.1%	0.0%
17	РУСАЛ 1Р2	0.71	0.00	0.71	0.0%	0.0%
18	МЕТАЛИН1Р3	0.68	0.00	0.68	0.0%	0.0%

Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

На торгах с расчетами в юанях сделки прошли с 26 выпусками. Наиболее ликвидными в 1 квартале 2024г. были следующие выпуски: РУСАЛ 1Р6 (25,7% от общего объема сделок с расчетами в юанях), МЕТАЛИН1Р7 (15,2%) и УралСт1Р03(12,4%). На 15 наиболее торгуемых выпусков пришлось 94,5% от общего объема торгов с расчетами в юанях.

Объем биржевых торгов с расчетами в юанях облигациями, номинированные в юанях

№ п.п.	Выпуск	Основная сессия МБ, млн руб.	Оборот в РПС МБ, млн руб.	Всего на МБ, млн руб.	Доля от общего объема сделок, %	Доля от объема выпуска в обращении, %
1	РУСАЛ 1Р6	144.80	532.49	677.29	25.7%	67.7%
2	МЕТАЛИН1Р7	0.00	400.00	400.00	15.2%	100.0%
3	УралСт1Р03	54.50	273.05	327.56	12.4%	93.6%
4	Роснфт2Р12	59.21	118.53	158.01	6.0%	1.1%
5	ЕАБР ПЗ-04	4.04	144.59	148.63	5.6%	7.8%
6	РУСАЛ БО05	111.32	19.69	131.01	5.0%	5.0%
7	МЕТАЛИН1Р5	91.06	38.41	129.47	4.9%	12.9%
8	Полюс Б1Р2	101.57	0.07	101.64	3.9%	2.2%
9	МЕТАЛИН1Р2	60.99	26.84	87.83	3.3%	8.8%
10	НорНикБ1Р6	46.10	25.33	71.43	2.7%	1.4%
11	ЮГК 1Р1	54.56	4.98	59.53	2.3%	8.5%
12	СКФ 1Р1СНУ	55.93	0.00	55.93	2.1%	2.2%
13	РУСАЛ 1Р5	54.63	0.00	54.63	2.1%	9.1%
14	ЮГК 1Р2	32.42	18.23	50.66	1.9%	8.4%
15	РУСАЛ БО06	36.98	4.38	41.36	1.6%	1.6%

Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Объем биржевых торгов с **замещающими облигациями** по итогам 1 квартала 2024г. составил более 187,7 млрд руб., что составило 23,3% от суммарного объема сделок с корпоративными облигациями с расчетами в рублях. При этом основную долю в общем объеме торгов заняли сделки на основной сессии, где прошло 87,4% от общего объема сделок (что, очевидно, свидетельствует о большой доле участия в торгах физлиц).

Объем и структура биржевых торгов с замещающими облигациями

	Основная сессия	РПС	Всего
Объемы торгов, млрд руб.	164.09	23.62	187.71
Структура торгов, %	87.4%	12.6%	100.0%

Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



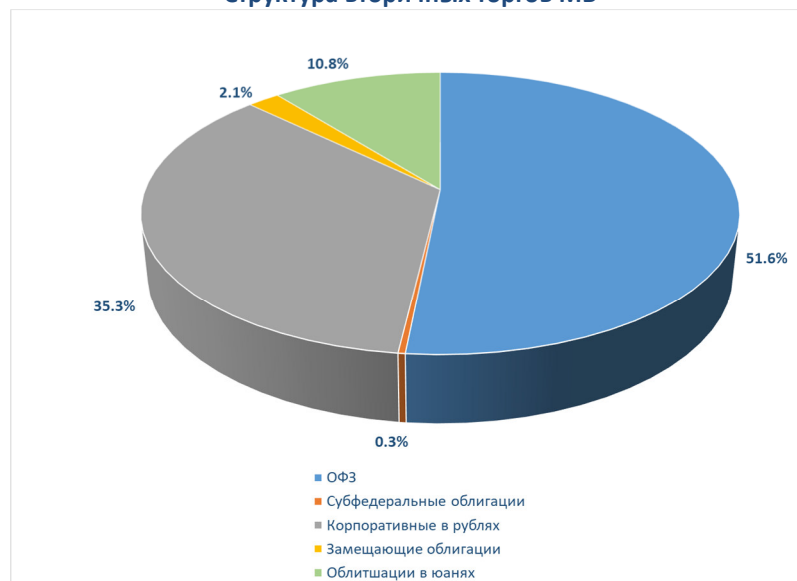
В 1 квартале 2024г. на биржевых торгах сделки прошли со всеми выпусками замещающих облигаций. Наиболее ликвидными в 1 квартале 2024г. были следующие выпуски: ГазКЗ-37Д (8,6% от общего объема сделок с замещающими облигациями), ГазКЗ-30Д (5,1%) и ГазКЗ-26Д (5,0%). На 20 наиболее торгуемых выпусков пришлось 74,8% от общего объема торгов с замещающими облигациями.

Объем биржевых торгов с замещающими облигациями

№ п.п.	Выпуск	Основная сессия МБ, млн руб.	Оборот в РПС МБ, млн руб.	Всего на МБ, млн руб.	Доля от общего объема сделок, %	Доля от объема выпуска в обращении, %
1	ГазКЗ-37Д	15 899.46	153.70	16 053.17	8.6%	19.2%
2	ГазКЗ-30Д	7 869.61	1 619.63	9 489.24	5.1%	7.0%
3	ГазКЗ-26Д	9 140.81	285.63	9 426.44	5.0%	11.4%
4	ГазКЗ-27Е	7 951.29	1 291.28	9 242.57	4.9%	19.5%
5	ГазКЗ-34Д	8 188.16	763.31	8 951.47	4.8%	12.9%
6	ГазКЗ-Б26Е	8 682.48	21.19	8 703.67	4.6%	12.1%
7	НорНик326Д	7 226.06	1 415.59	8 641.66	4.6%	28.0%
8	ГазКЗ-25Е2	6 941.89	1 352.25	8 294.14	4.4%	11.5%
9	ГазКЗ-25Е	6 752.14	1 404.51	8 156.64	4.3%	26.6%
10	ГазКЗ-24Е	5 914.29	160.94	6 075.24	3.2%	13.6%
11	ГазКЗ-26Е	4 849.14	1 188.53	6 037.67	3.2%	13.2%
12	НорНик325Д	3 098.98	2 671.41	5 770.39	3.1%	19.7%
13	ГазКБЗО26Д	5 556.35	130.76	5 687.12	3.0%	5.7%
14	ГазКЗ-29Д	5 094.92	14.93	5 109.85	2.7%	4.7%
15	НЛМКЗО26-Д	2 830.22	1 977.23	4 807.44	2.6%	18.8%
16	ГазКЗ-27Д2	4 402.36	52.14	4 454.51	2.4%	7.7%
17	ФосАЗО25-Д	2 800.98	1 587.83	4 388.81	2.3%	13.3%
18	ГТЛК ЗО29Д	3 202.26	752.98	3 955.24	2.1%	30.3%
19	ФосАЗО28-Д	3 581.65	1.89	3 583.54	1.9%	10.1%
20	ГазКЗ-31Д	2 807.55	715.02	3 522.57	1.9%	7.9%

Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Структура вторичных торгов МБ

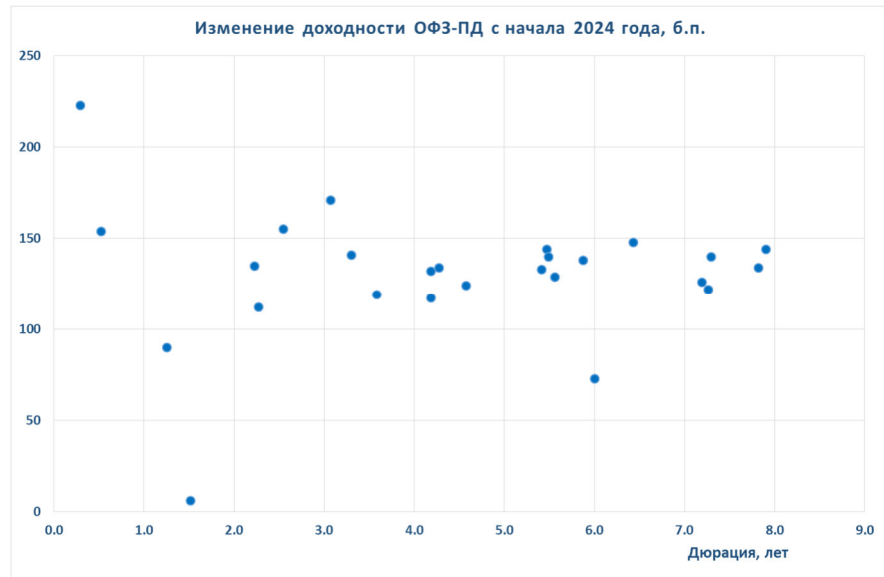




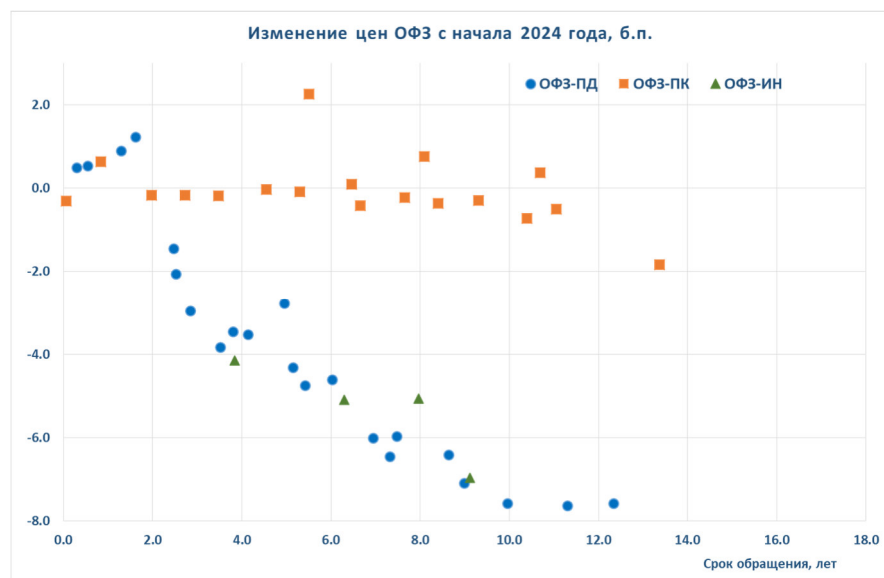
Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Текущая конъюнктура рынка рублевых облигаций

Повышение доходности на рынке ОФЗ началось в конце января – начале февраля и ускорилось в марте т.г. и по итогам первых трех месяцев составило в среднем по рынку ОФЗ 138 б.п. При этом на коротком «конце» кривой повышение составило в пределах 90-155 б.п., на среднесрочном участке – порядка 117-171 б.п. и на долгосрочном «конце» - пределах 122-148 б.п. При этом в начале апреля доходность ОФЗ со сроком обращения до двух лет установилась на уровне 13,79-14,45% годовых, а доходность среднесрочных выпусков - в узком диапазоне 13,22-13,51% годовых и в пределах 13,43-13,80% годовых по долгосрочным выпускам гособлигаций.



Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

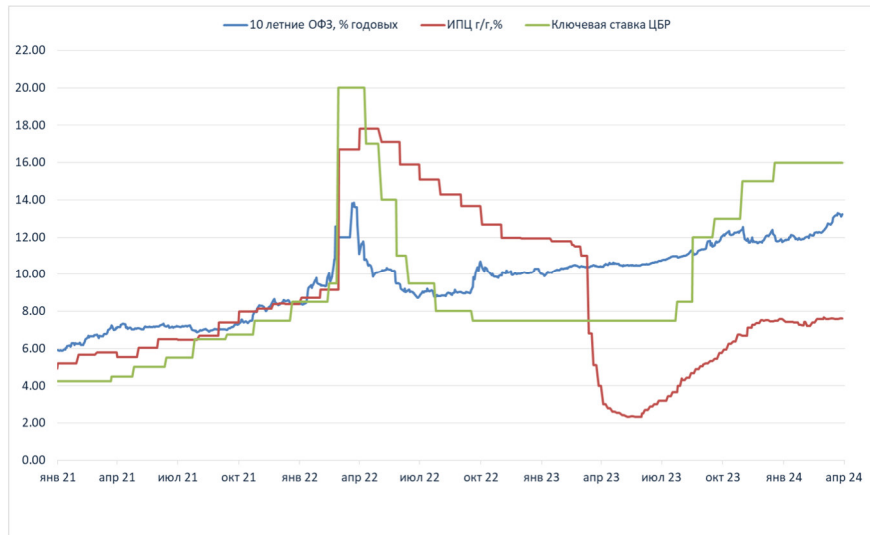


Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



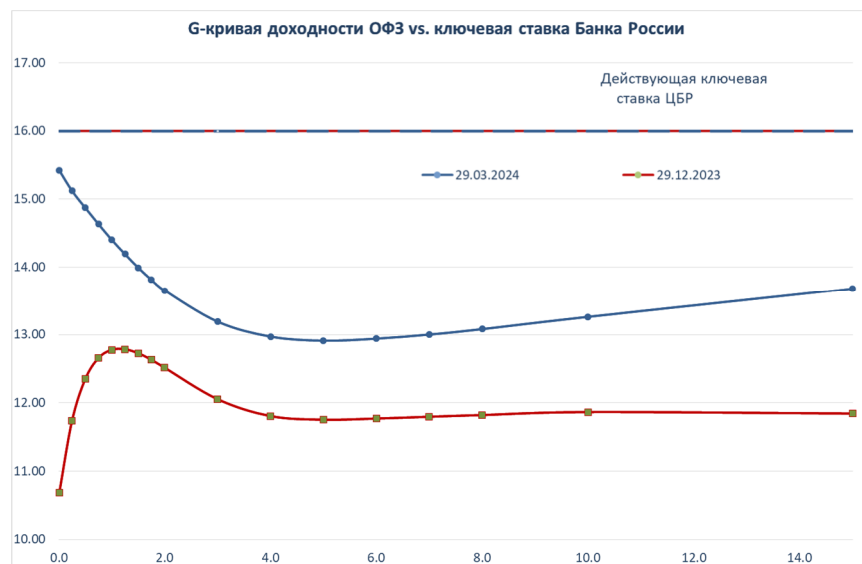
Одним из факторов, который негативно повлиял на конъюнктуру рублёвого долгового рынка, можно назвать данные Росстата по годовой инфляции, которая ускорилась до 7,72% по итогам марта против 7,44% и 7,69% по итогам января и февраля 2024г., а также 7,42% по итогам 2023г. При этом Банк России перенес ожидания пика по инфляции с первого квартала на второй квартал 2024г.

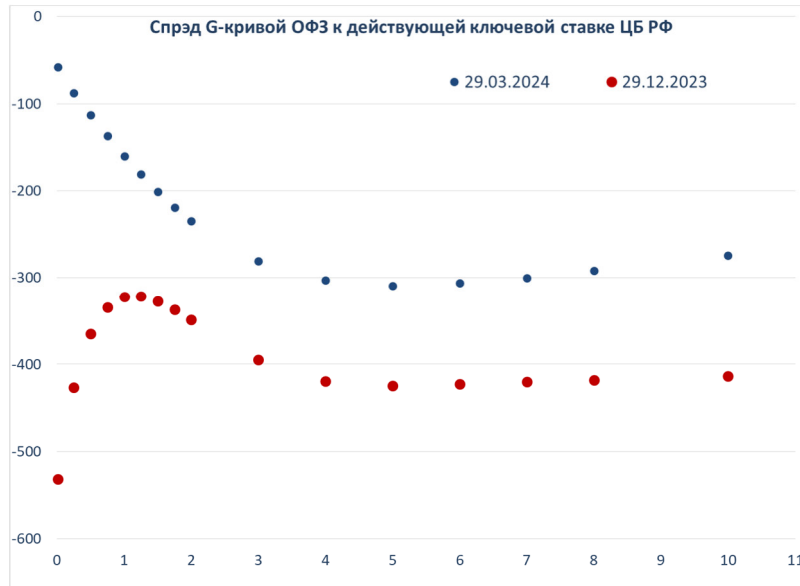
Доходность 10-и летних ОФЗ vs ИПЦ и ключевая ставка ЦБР



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

Вторым фактором стало само февральское заседание Банка России, на котором, несмотря на то, что ключевая ставка была сохранена на прежнем уровне, но был повышен диапазон прогноза среднего значения ключевой ставки в 2024г. и 2025г. на 1 п.п. до 13,5-15,5% и 8,0-10,0% соответственно. Кроме того, участники долгового рынка получили очередное подтверждение сигнала, что высокая ключевая ставка сохранится на долгое время, а начало плавного снижения ключевой ставки можно ожидать по нашим оценкам не ранее, чем во второй половине текущего года (скорее всего в сентябре т.г.). Мартовское заседание Банка России, риторика заявления после которого и последующих комментариев осталась жесткой, не изменило ситуацию на долговом рынке.





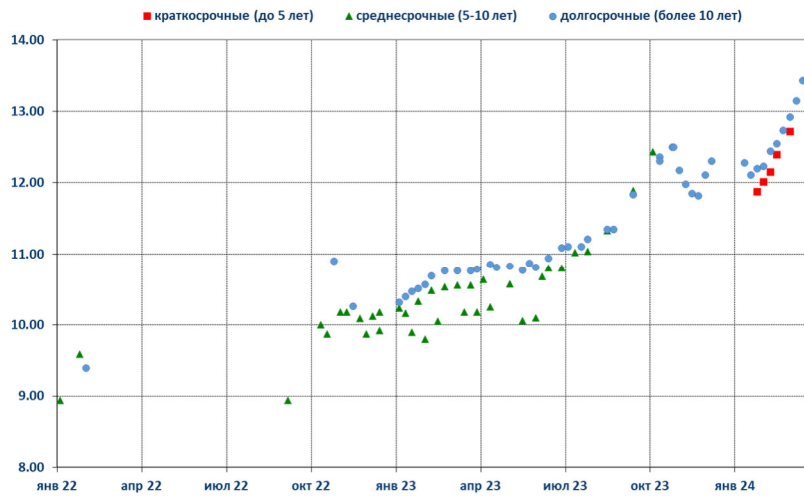
Источник: МБ, Банк России, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Среди внутренних факторов, оказывающих наиболее существенное влияние на рынок рублевых облигаций, можно назвать результаты первичного размещения ОФЗ.

В первом квартале наблюдался слабый спрос на «короткие» выпуски ОФЗ, последние размещения которых проходили с «премией» порядка 5-6 б.п. При этом «агрессивность» заявок инвесторов постепенно нарастала, в результате чего аукцион от 13 марта по размещению 2,5 летнего выпуска ОФЗ-ПД и аукцион от 3 апреля по ОФЗ-ИН были признаны несостоявшимися в связи с отсутствием заявок по приемлемым уровням цен. Также можно отметить снижение с начала текущего года интереса инвесторов и к долгосрочным бумагам, а также снижение объемов размещения облигаций при росте «агрессивности» заявок инвесторов, о чем свидетельствует повышение доли отсекаемых заявок инвесторов Минфином, который был вынужден увеличить максимальный уровень аукционной «премии» с 3 до 5 б.п., а доходность долгосрочных ОФЗ-ПД достигла своего локального максимума на уровне 13,15% годовых.



Доходность при размещении ОФЗ., % годовых

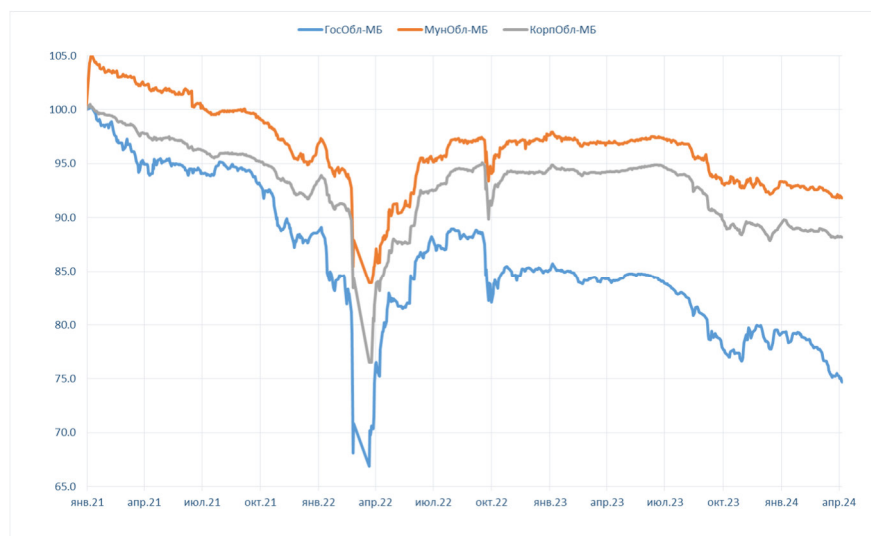


Источник: Минфин РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Динамика цен и доходности на рынке субфедеральных и корпоративных облигаций была аналогичной рынку гособлигаций, либо имела менее выраженный характер в силу более короткой (более чем вдвое) дюрации. Так, по итогам трех месяца 2024г. изменение рассчитываемых Московской биржей индексов средней доходности субфедеральных и корпоративных облигаций составило +127 и +115 б.п. против повышения индекса доходности ОФЗ на 126 б.п.

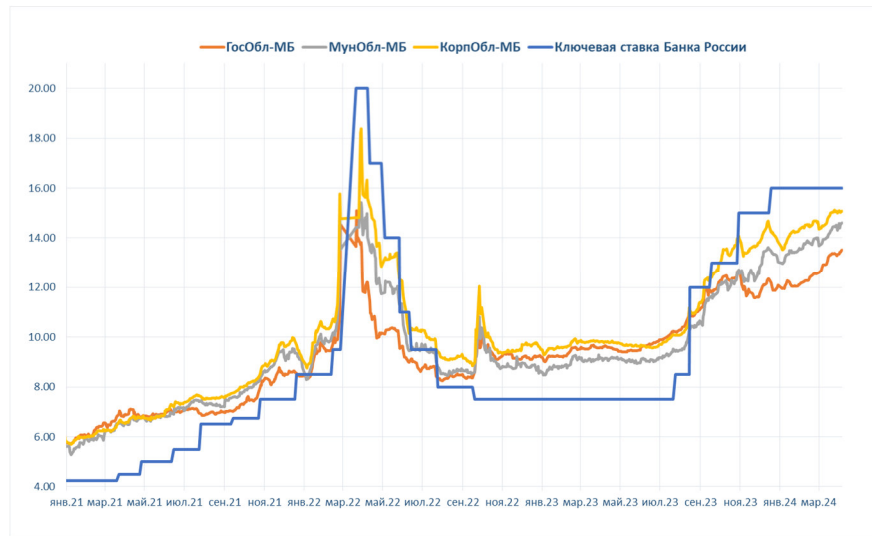
При этом, спреды между доходностью субфедеральных и корпоративных облигаций и доходностью ОФЗ на вторичном рынке после сужения к началу текущего года до 33 и 105 б.п. в начале года на фоне снижения доходности ОФЗ начали расширяться, достигнув к середине января 93 б.п. и 170 б.п. соответственно, но затем на фоне роста ставок ОФЗ спреды вновь начали сужаться и на текущий момент достигли уровня начала года 60-80 б.п. и 120-130 б.п. соответственно.

Индексы чистой цены облигаций МБ

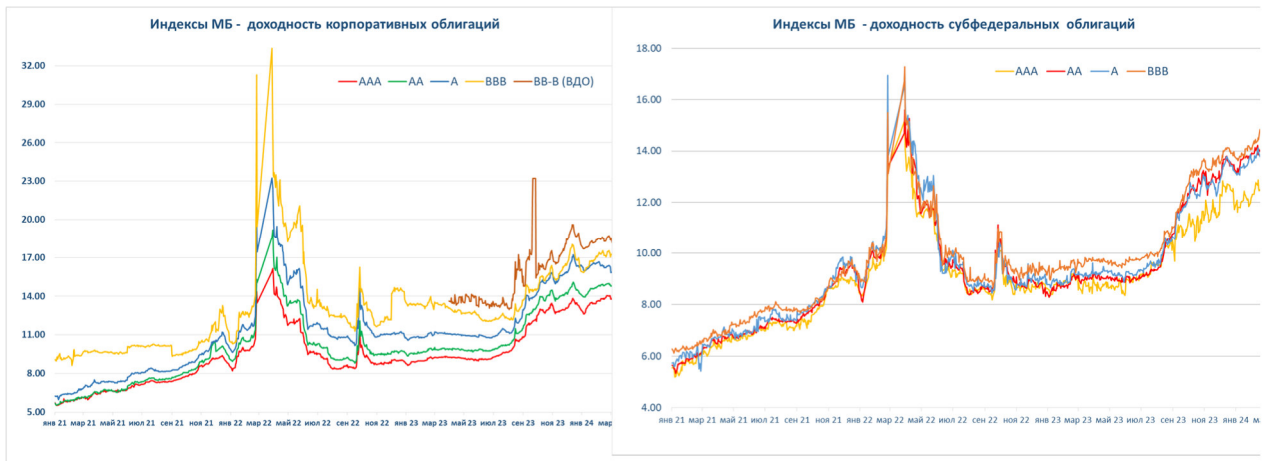




Индексы средневзвешенной доходности МБ



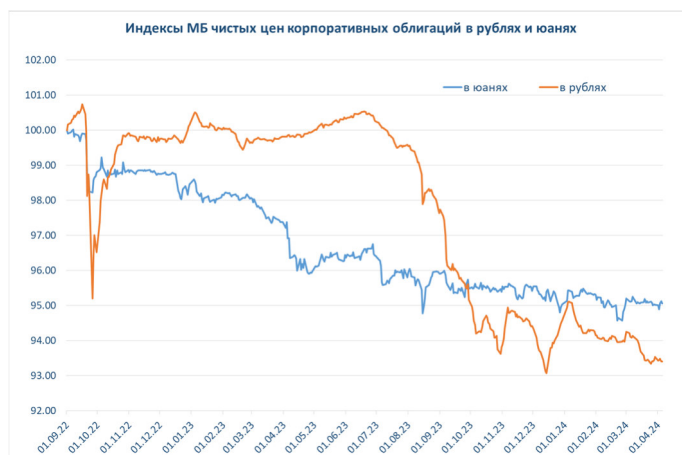
Источник: Московская биржа, расчеты ООО «БК РЕГИОН» (На 0.1.01.2021г. ценовые индексы = 100.)



Источник: Московская биржа, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



По итогам 2023г. на **вторичном биржевом рынке с расчетами в юанях** доходность облигаций в юанях в среднем по рынку 207 б.п. с 3,79% до 5,86% годовых (при незначительном снижении дюрации портфеля с 1,68 до 1,63 года). На торгах в юанях доходность выпуска Роснфт2Р12 на конец года составила 5,09% годовых (+196 б.п. к началу года), Полюс Б1Р2 - 5,62% годовых (+138 б.п. к началу года), СКФ 1Р1СNY - 5,38% годовых (+142 б.п. к началу торгов в марте), РУСАЛ БО05 - 6,29% годовых (+209 б.п. к началу года). Доходность самого торгуемого выпуска на основной сессии с расчетами в рублях выпуска Полюс Б1Р2 на конец декабря 2023г. составляла 5,62% годовых (+ 194 б.п. к доходности при размещении 30 августа - 3,64% годовых), доходность выпуска РУСАЛ БО05 на конец года составляла 6,29% годовых (+236 б.п. к концу 2022г. 3,93% годовых).



Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



Инвестиционная привлекательность финансовых инструментов

Наиболее доходными по итогам 1 квартала 2024г. облигациями стали ОФЗ-ПК, возврат на инвестиции, по которым составил 3,4%. Второе место с результатом 3,1% заняли корпоративные облигации ВДО ПИР (напомним, что вложения в эти облигации сопряжено с повышенным риском). Только доход в этих двух сегментах облигационного рынка превысил уровень инфляции с начала текущего года. Вложения в субфедеральные и корпоративные облигации принесли инвесторам доход, который составил 0,8% и 1,4% соответственно. При этом возврат на инвестиции в ОФЗ-ПД и ОФЗ-ИН оказался отрицательным, составив -2,5 и -1,8% соответственно, что было обусловлено резким падением цен облигаций в марте текущего года. Сегментами корпоративного долгового рынка, показавшими минимальный доход, стали корпоративные облигации в китайских юанях и ипотечные облигации с результатом 0,8% и 0,45%. Правда, с учетом валютной переоценки (+0,8%) результат с расчетами в рублях по юаневым облигациям оказался **наиболее высоким на корпоративном долговом рынке**. При этом наиболее удачными на рынке капитала оказались вложения в акции, рост которых по итогам 1 квартал 2024г. составил 7,59%. Результаты вложений по итогам 1 квартала 2024г. в иностранные валюты также оказались прибыльными: так, например, покупка доллара США принесла возврат порядка 3,0%, а евро и юаня принесли прибыль в размере 0,3% и 0,8%.

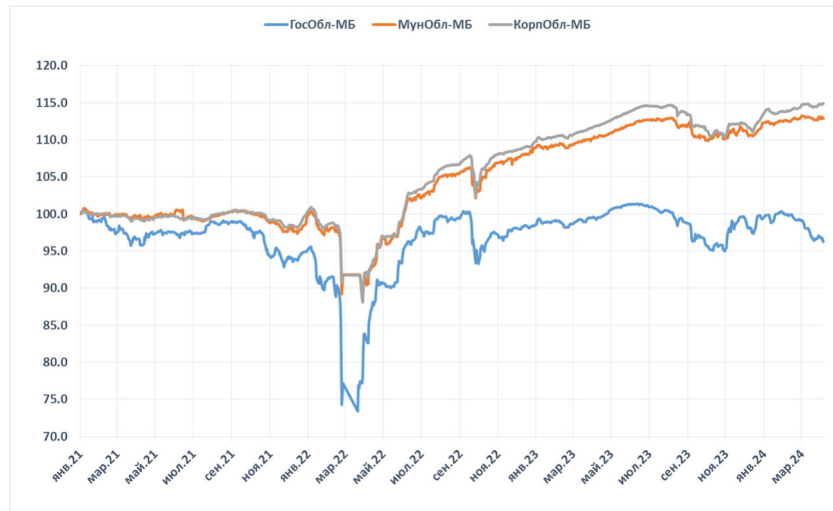
Таблица. Возврат на инвестиции (Total Return) в различные сегменты финансового рынка, %

Инструмент	Период, годы								
	3м2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Рынок облигаций									
Все рублевые облигации	-1.5%	1.4%	5.4%	-4.7%	8.4%	18.8%	1.4%	14.1%	8.7%
Государственные (ОФЗ-ПД)	-2.5%	0.8%	3.7%	-4.9%	8.5%	20.0%	2.1%	12.8%	15.0%
Государственные (ОФЗ-ИН)	-1.8%	1.7%	17.5%	5.6%	-	-	-	-	-
Государственные (ОФЗ-ПК)	3.4%	1.7%	17.5%	5.6%	-	-	-	-	-
Субфедеральные	0.8%	3.1%	8.2%	-1.1%	7.4%	13.4%	4.3%	10.3%	12.0%
Корпоративные	1.4%	3.2%	8.3%	-0.1%	8.3%	14.3%	4.4%	12.3%	11.0%
Корпоративные ВДО ПИР	3.1%	13.0%	-0.7%	8.4%	12.2%	-	-	-	-
Корпоративные в юанях	0.9%	0.5%	-	-	-	-	-	-	-
Корпоративные ипотечные	0.4%	0.5%	-	-	-	-	-	-	-
Рынок акций									
Индекс МБ	7.5%	43.9%	-43.2%	15.2%	8.0%	28.6%	12.3%	-4.7%	25.7%
Валютный рынок									
доллар США	3.0%	27.5%	-5.3%	0.6%	19.3%	10.9%	21.8%	-6.0%	-16.8%
Евро	0.3%	31.1%	-10.0%	-7.4%	30.9%	12.7%	16.5%	6.9%	-19.9%
бивалютная корзина	1.7%	29.2%	-7.6%	-3.4%	24.9%	11.8%	19.2%	0.0%	-18.3%
Китайский юань	0.8%	27.1%	-14.4%	2.2%	27.7%	12.3%	14.2%	-	-
Инфляция (справочно)									
ИПЦ	1.94%	7.42%	11.94%	8.39%	4.9%	3.0%	4.3%	2.5%	5.4%

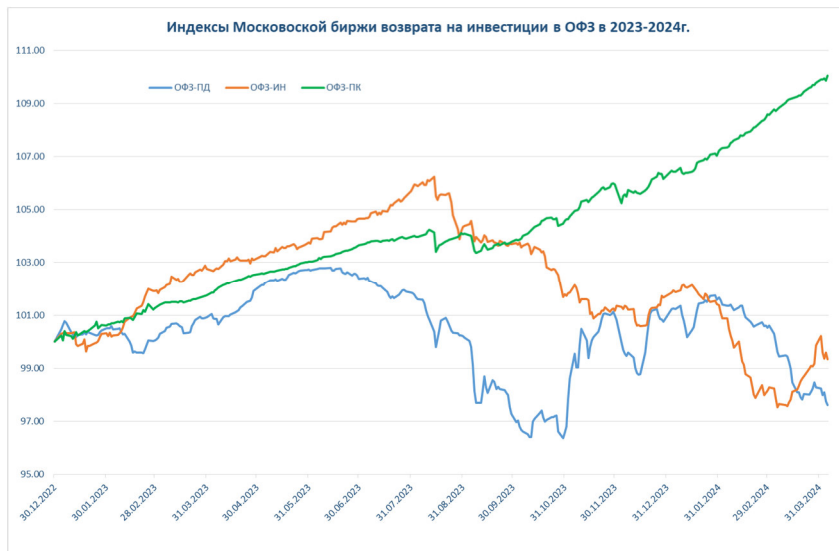
Источники: индексы облигаций и акций МБ; ЦБ РФ; Росстат; расчеты ООО «БК РЕГИОН».



Индексы совокупного дохода рублевых облигаций МБ в 2021-2023гг.



Индексы Московской биржи возврата на инвестиции в ОФЗ в 2023-2024г.



Индексы МБ возврата на инвестиции корпоративных облигаций в рублях и юанях



Источники: приведенные индексы облигаций МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН» (на 01.01.2021/2022г. значения = 100)

Приложение.

Оценка изменение цен и доходности операций по вложению в ОФЗ по текущим ценам на 15 апреля 2024г. при изменении доходности к погашению на 30 декабря 2024г. в пределах от 0,00 п.п. до -2,00 п.п. от текущих уровней*

Выпуск	Купон, %	Погашение	Текущие показатели на 18.01.23г			Измен. цен при изменении доходности к 30/12/2024 на п.п.:					Доходность операции, % годовых				
			Дюрация, лет	Цена, %	Доходность, %	0.00	-0.50	-1.00	-1.50	-2.00	0.00	-0.50	-1.00	-1.50	-2.00
26234	4.50	16.07.25	1.26	89.54	14.36	6.39	6.64	6.89	7.15	7.41	14.36	14.73	15.10	15.48	15.87
26229	7.15	12.11.25	1.52	90.97	14.16	4.19	4.59	4.98	5.38	5.79	14.16	14.74	15.33	15.92	16.52
26219	7.75	16.09.26	2.28	89.37	13.42	3.10	3.84	4.60	5.37	6.14	13.42	14.51	15.65	16.79	17.94
26226	7.95	07.10.26	2.24	89.54	13.44	2.95	3.72	4.49	5.28	6.08	13.44	14.58	15.74	16.91	18.11
26207	8.15	03.02.27	2.55	89.56	13.08	2.58	3.48	4.39	5.31	6.25	13.08	14.40	15.75	17.11	18.50
26212	7.05	19.01.28	3.32	83.30	13.17	3.11	4.39	5.69	7.01	8.36	13.18	15.06	16.98	18.95	20.96
26232	6.00	06.10.27	3.08	80.93	13.41	3.98	5.17	6.38	7.61	8.86	13.41	15.17	16.97	18.81	20.68
26236	5.70	17.05.28	3.59	77.96	13.19	3.93	5.36	6.82	8.31	9.83	13.19	15.30	17.46	19.68	21.96
26237	6.70	14.03.29	4.19	78.16	13.23	3.04	4.73	6.46	8.22	10.03	13.24	15.74	18.31	20.96	23.68
26224	6.90	23.05.29	4.19	78.34	13.21	2.88	4.62	6.41	8.24	10.11	13.21	15.79	18.45	21.18	23.99
26242	9.00	29.08.29	4.29	84.70	13.47	1.73	3.47	5.26	7.09	8.96	13.47	16.05	18.72	21.47	24.30
26228	7.65	10.04.30	4.59	78.31	13.39	2.27	4.24	6.27	8.36	10.50	13.39	16.33	19.37	22.51	25.77
26218	8.50	17.09.31	5.43	78.65	13.51	1.61	3.91	6.28	8.72	11.25	13.51	16.93	20.49	24.19	28.04
26235	5.90	12.03.31	5.51	68.20	13.44	3.12	5.46	7.87	10.36	12.91	13.45	16.91	20.51	24.26	28.16
26239	6.90	23.07.31	5.48	71.57	13.50	2.48	4.85	7.28	9.80	12.39	13.50	16.99	20.63	24.41	28.35
26241	9.50	17.11.32	5.59	81.27	13.64	1.10	3.57	6.14	8.80	11.55	13.64	17.31	21.16	25.17	29.37
26244	11.25	15.03.34	6.02	89.01	13.71	0.42	3.02	5.72	8.52	11.44	13.71	17.59	21.64	25.92	30.40
26221	7.70	23.03.33	5.89	72.06	13.52	1.70	4.37	7.15	10.03	13.01	13.52	17.51	21.58	26.05	30.63
26225	7.25	10.05.34	6.45	68.36	13.38	1.69	4.62	7.68	10.85	14.16	13.38	17.73	22.31	27.13	32.21
26233	6.10	18.07.35	7.22	59.32	13.53	2.05	5.29	8.68	12.23	15.94	13.53	18.34	23.43	28.81	34.51
26240	7.00	30.07.36	7.29	62.46	13.71	1.49	4.75	8.16	11.74	15.50	13.71	18.55	23.68	29.13	34.91
26243	9.80	19.05.38	6.92	77.29	13.88	0.56	3.71	7.03	10.51	14.18	13.87	18.57	23.55	28.83	34.50
26230	7.70	16.03.39	7.33	64.95	13.53	0.86	4.32	7.96	11.80	15.85	13.53	18.69	24.20	30.10	36.39
26238	7.10	15.05.41	7.86	59.20	13.58	0.85	4.50	8.37	12.48	16.84	13.58	19.01	24.84	31.11	37.86

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»



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

Адрес: Москва, 1-й Красногвардейский пр., 22, стр. 1
Бизнес-центр «Neva Towers»

Многоканальный телефон: +7 (495) 777 29 64

www.region.broker

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

Алексей Астахов	+7 (495) 777-29-64 доб 215	av.astakhov@region.ru
Екатерина Шилаева	+7 (495) 981-62-91	shilyaeva@region.ru
Татьяна Тетёркина	+7 (495) 988-12-23	teterkina@region.ru

МАКРОЭКОНОМИКА, ОТРАСЛЕВАЯ АНАЛИТИКА

Валерий Вайсберг	+7 (495) 777-29-64 доб.192	vva@region.ru
------------------	----------------------------	--

АНАЛИТИКА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ

Александр Ермак	+7 (495) 777-29-64 доб. 405	aermak@region.ru
Мария Сулима	+7 (495) 777-29-64 доб. 294	sulima@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.
