



Обзор долгового рынка Октябрь-ноябрь 2023 г.

Смена тренда в ожидании снижения ставки

Мария Радченко

mgradchenko@alfabank.ru

6 декабря 2023 г.

❑ Доходность ОФЗ в ноябре перешла к снижению

На протяжении октября доходность ОФЗ росла в связи с ожиданием повышения ключевой ставки на фоне ускоряющейся инфляции и перед заседанием ЦБ РФ по денежно-кредитной политике достигла пика. Повышение ставки до 15,0% 27 октября дало старт ралли в ОФЗ-ПД. Доходность индекса гособлигаций RGBI к концу ноября снизилась более чем на 100 б. п., до 11,6%; для сравнения, 30 октября она составляла 12,7%. Фокус участников рынка сместился на 2024 г. и ожидаемое в будущем году снижение ставки.

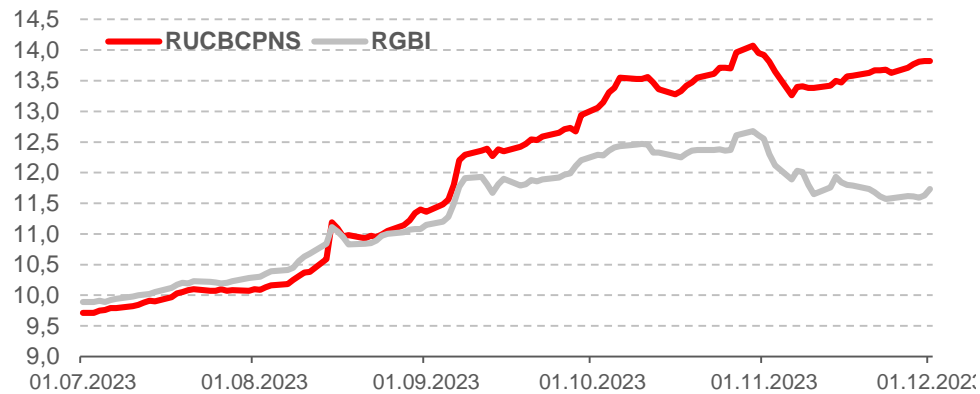
❑ Корпоративные облигации заметно отстали от ОФЗ

В октябре-ноябре существенно выросла премия корпоративных облигаций к ОФЗ. Доходность индекса корпоративных облигаций достигла 13,8% на конец ноября, а премия к доходности ОФЗ (индекс RGBI) существенно увеличилась – до 210 б. п. Можно сказать, что корпоративные облигации проигнорировали ралли в ОФЗ.

❑ Говорить об устойчивости тренда на снижение доходности преждевременно, но и распродажи не ждем

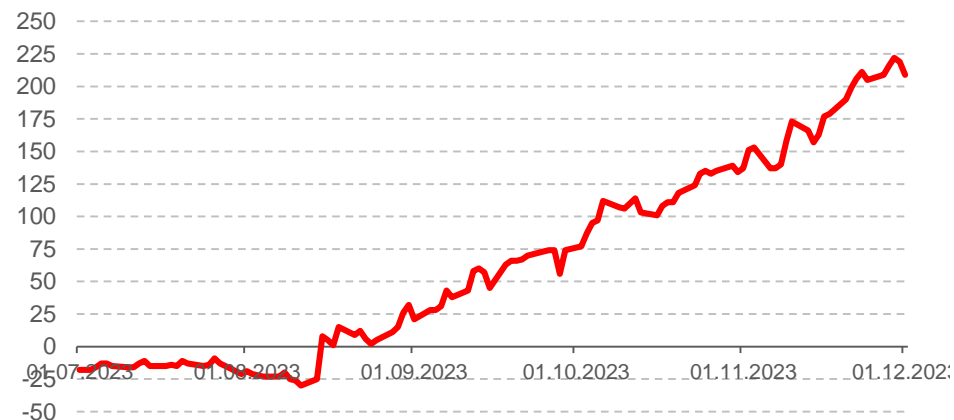
Несмотря на позитивные итоги ноября, мы сохраняем настороженность в отношении устойчивости тренда на снижение доходности облигаций. В начале декабря возобновился рост доходности ОФЗ на фоне ускорения инфляции и роста уверенности участников рынка в повышении ключевой ставки до конца года. Вместе с тем, мы не ожидаем существенной просадки в ОФЗ, т. к. на рынке отсутствуют спекулятивные инвесторы, а усилия ЦБ уже дали результат в части укрепления рубля, что должно снизить инфляционные риски.

График 1. Динамика доходности индексов гособлигаций (RGBI) и корп. облигаций (RUCBCPNS), %



Источник: Мосбиржа

График 2. Динамика спреда доходности RUCBCPNS-RGBI, б. п.



Источник: Мосбиржа

❑ Интерес к ОФЗ-ПД преобладал на аукционах

В ноябре спрос основных участников рынка облигаций – банков – вновь вернулся в сегмент ОФЗ с постоянным купоном. В ходе аукционов в октябре-ноябре Минфин разместил ОФЗ-ПД в объеме RUB 405 млрд. Если в ходе аукционов в 3К2023 банки предъявляли спрос исключительно на ОФЗ с плавающим купоном и при этом продавали ОФЗ-ПД на вторичном рынке (что существенно способствовало увеличению доходности ОФЗ-ПД в 3К2023), то в ноябре покупки ОФЗ-ПД возобновились, в т. ч. на вторичном рынке.

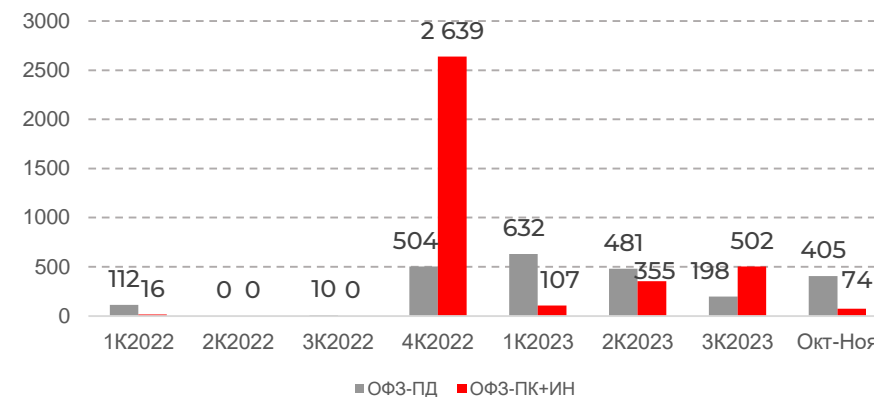
❑ План по размещениям на 4К2023 практически выполнен

Объем размещения ОФЗ на первичных аукционах составил RUB 479 млрд при плановом объеме на 4К2023 в RUB 500 млрд. В декабре будет еще 4 аукциона, соответственно, вероятность выполнения плана по заимствованиям крайне высока. На наш взгляд, важное значение для рыночных настроений будут иметь результаты декабрьских аукционов. Если спрос на долгосрочные ОФЗ-ПД останется высоким, это может оказать поддержку и вторичному рынку.

❑ Доля нерезидентов в ОФЗ на 1 ноября 2023 г. составила 7,7%

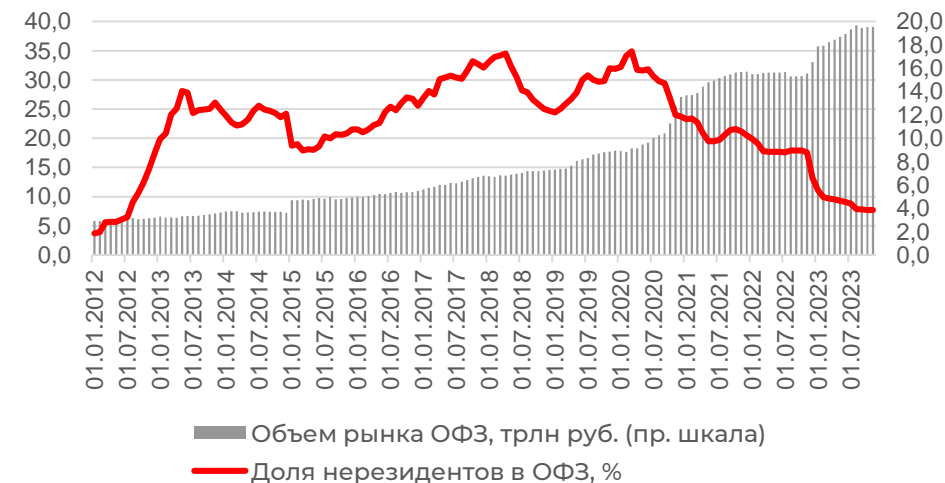
По состоянию на 1 ноября 2023 г. номинальный объем ОФЗ на руках у резидентов составил RUB 1,5 трлн, не изменившись по сравнению с предыдущим месяцем. Учитывая, что интересы нерезидентов исторически были сосредоточены в сегменте ОФЗ-ПД, заметим, что, по нашим оценкам, нерезидентам принадлежит порядка 15% ОФЗ-ПД. В настоящее время торговля ОФЗ на Мосбирже недоступна для нерезидентов из недружественных стран.

График 3. Объем размещения ОФЗ, млрд. руб.



Источник: Минфин

График 4. Доля нерезидентов в ОФЗ



Источник: ЦБ РФ 3

❑ Объем размещений корпоративных облигаций растет за счет крупных сделок, осуществленных несколькими эмитентами

По нашим оценкам, объем размещений корпоративных облигаций в октябре-ноябре составил RUB 788 млрд (без учета ЦФА, структурных, ипотечных и однодневных облигаций). По сравнению с сентябрем, когда рынок фактически замер, наблюдая резкий подъем ставки, в октябре и ноябре первичный рынок несколько оживился. Однако отметим, что из RUB 403 млрд, размещенных в октябре, RUB 150 млрд обеспечил один выпуск Газпромбанка. В ноябре 26% совокупного объема обеспечили облигации ВЭБа на сумму RUB 101 млрд.

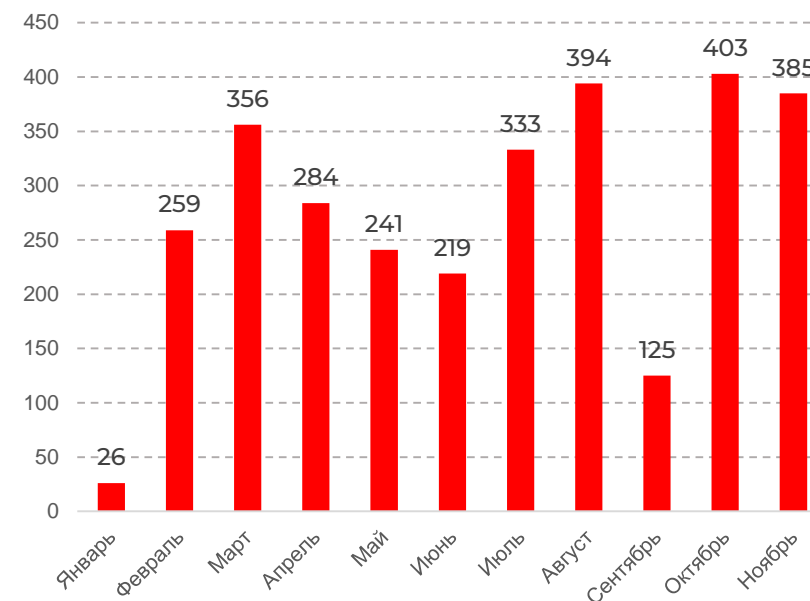
❑ Волатильность объема размещений объясняется единичными крупными размещениями

В целом за 11 месяцев 2023 г. объем размещений корпоративных облигаций составил RUB 3,0 трлн, что более чем в два раза превышает объем размещений за 11 месяцев 2022 г. (RUB 1,2 трлн). Важно учитывать, что на рост объема размещений в 2023 г. существенно повлияли единичные крупные размещения. Так, в июле-августе 58% от общего объема размещений пришлось на выпуски облигаций Газпрома на сумму RUB 420 млрд. В марте Роснефть разместила юаневые облигации на сумму 15 млрд юаней (RUB 167 млрд), что составило 47% от всех мартовских размещений. В целом, несколько выпусков Роснефти, Газпрома, Газпромбанка и ВЭБа обеспечили порядка 30% от общего объема корпоративных размещений в 2023 г.

❑ Флоутеры – новый тренд в корпоративном сегменте

В ожидании дальнейшего повышения ключевой ставки на фоне растущей инфляции в ноябре существенно увеличился объем размещений облигаций с плавающим купоном, привязанным к RUONIA. Мы ожидаем сохранения этого тренда в декабре

График 5. Объем размещений корпоративных облигаций, млрд. руб.



Источник: CBonds, Альфа-Банк

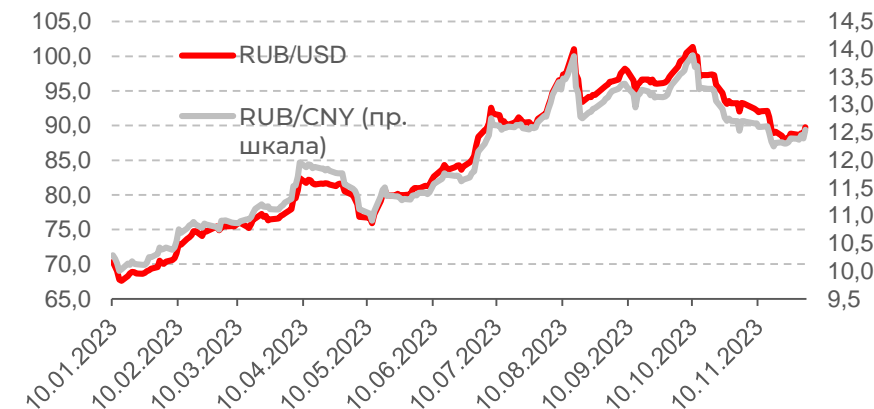
Во второй половине октября началось укрепление рубля

Повышения ставки до 13% 15 сентября оказалось недостаточно для того, чтобы поддержать курс рубля. Курс перешел в свободное падение и к 10 октября опустился до уровня RUB101/\$. Реакция властей последовала незамедлительно, и уже 11 октября была введена обязательная продажа валюты для ряда экспортеров. Рост предложения валюты со стороны экспортеров способствовал стабилизации курса и некоторому укреплению рубля (см. График 7). Повышение ключевой ставки до 15% на заседании 27 октября в совокупности с необходимостью выплаты существенных налогов способствовали дальнейшему укреплению рубля. Если ранее для уплаты налогов экспортеры могли использовать кредит и не продавать валюту, то повышение ставки и введение требования по продаже валюты стали факторами поддержки для рубля.

Дополнительные меры призваны ослабить давление на рубль

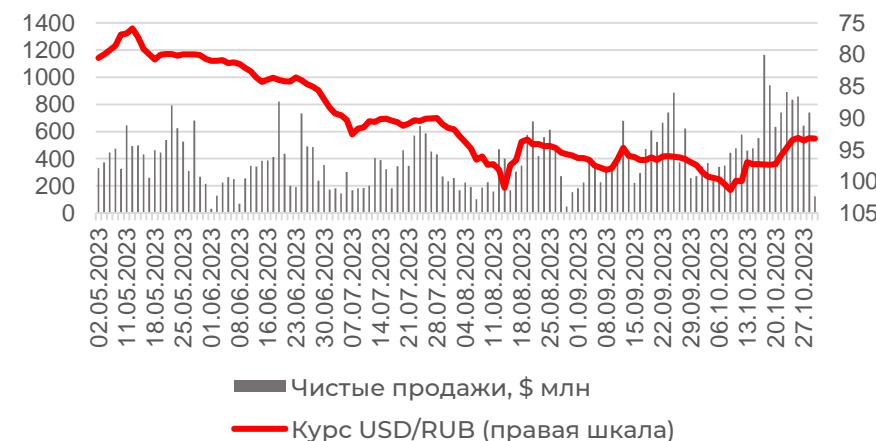
В отличие от ситуации 2016-2017 г., когда на фоне повышения ключевой ставки нерезиденты нарастили вложения в ОФЗ, чем способствовали укреплению рубля, сейчас в отсутствие доступа нерезидентов к рынку облигаций этот механизм не работает. Среди анонсированных мер, которые должны оказать поддержку рублю – контроль над продажей валютной выручки путем введения обязательных к предоставлению форм отчетности, а также устранение «навеса отложенных покупок валюты». В августе ЦБ прекратил покупку валюты, что несло риски «навеса», однако в конце ноября регулятор объявил, что отложенные покупки будут сальдированы с расходами из ФНБ. Удорожание импорта за счет роста стоимости кредитов из-за повышения ключевой ставки может способствовать сокращению импорта и соответственно снижению спроса на валюту.

График 6. Динамика курса рубля



Источник: ЦБ РФ

График 7. Чистые продажи крупнейшей экспортёров и курс USD/RUB



Источник: ЦБ РФ

❑ **Еженедельная инфляция**

В октябре рост цен составил 1%, в ноябре темпы месячной инфляции превысили уровень 1%. По данным на 27 ноября за неделю рост цен ускорился до 7,54% г/г, превысив прогнозный интервал ЦБ РФ на конец 2023 года, который составляет 7,0-7,5%. Мы считаем, что еженедельные данные по инфляции в первые две недели декабря будут иметь важное значение для рынка облигаций. Если в ближайшие две недели инфляция продолжит расти, мы не исключаем существенного повышения доходности краткосрочных выпусков и усиления инверсии кривой.

❑ **Спрос на первичных аукционах**

Высокий спрос на долгосрочные ОФЗ-ПД на аукционах Минфина стал одним из ключевых факторов снижения доходности ОФЗ в ноябре. В сентябре и октябре банки преимущественно продавали ОФЗ-ПД на вторичном рынке для покупки ОФЗ-ПК на аукционах, что оказывало давление на кривую доходности ОФЗ. Мы ожидаем увидеть, кто стал основным покупателем ОФЗ на вторичном рынке в ежемесячном бюллетене ЦБ РФ «Обзор рисков финансовых рынков» за ноябрь. Спрос на аукционах в декабре будет, на наш взгляд, существенным фактором влияния на вторичный рынок. Примечательно, что для выполнения плана по заимствованиям на 4К2023 Минфину осталось разместить лишь около RUB 20 млрд на предстоящих четырех аукционах. Отмена аукциона (даже в связи с выполнением плана по заимствованиям) может быть негативно воспринята рынком, что усилит давление на ОФЗ.

❑ **Заседание ЦБ РФ по ставке 15 декабря**

Наш базовый прогноз предполагает, что на заседании 15 декабря ключевая ставка будет повышена до 16,0%. При этом мы считаем высокой вероятностью повышения ставки до уровня 17,0%, если тренд на рост инфляции сохранится. Мы ожидаем, что участники рынка будут внимательно следить за риторикой председателя ЦБ РФ Эльвиры Набиуллиной в ходе пресс-конференции. Мы полагаем, что сообщения о прогрессе в борьбе с инфляцией могут привести к ралли в ОФЗ, даже если ставка будет повышена.



Альфа-Банк Долговой рынок

Ул. Каланчевская, 27 Москва, Россия 107078
+7 (495) 795 3712

Начальник дирекции Ценных бумаг Михаил Грачев
+7 (495) 785 7404 mgrachev@alfabank.ru

Начальник управления облигаций Владислав Корзан
+7 (495) 783 5103 vkorzan@alfabank.ru

Продажи

Дмитрий Матвиевский dmatvievskiy@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8831)

Ольга Целинина otselinina@alfabank.ru
+7 (495) 783 5158

Мария Вазанова mvazanova@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 4914)

РЕПО

Павел Гудков pgoudkov@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 6969)

Торговые операции, рублевые облигации

Сергей Осмачек sosmachek@alfabank.ru
+7 (495) 785 7402

Торговые операции, валютные облигации

Егор Романченко eromanchenko@alfabank.ru
+7 (495) 786 4897

© Альфа-Банк, 2023 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из публичных источников, которые по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны осудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.