



РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ:

Основные тенденции в России и мире

Июль 2023

Андрей Севастьянов

Тенденции на развитых рынках

США. Ключевым событием июля стало заседание FOMC ФРС США 26 июня, где ожидаемо был увеличен диапазон по FFR на 0,25 п. п. до 5,25–5,50%, что стало максимумом с начала 2021 г. Рынки на решения отреагировали слабо. Сейчас участники рынка пока не ожидают дальнейшего ужесточения ДКП до конца года на фоне постепенного снижения инфляционного давления и сильных текущих данных по экономике США. При этом члены FOMC не исключают очередного повышения ставки в сентябре.

Снижение рейтинга США RA Fitch 1 августа на 1 ступень до AA+ со «стабильным» прогнозом не привело к значимым изменениям US Treasuries.

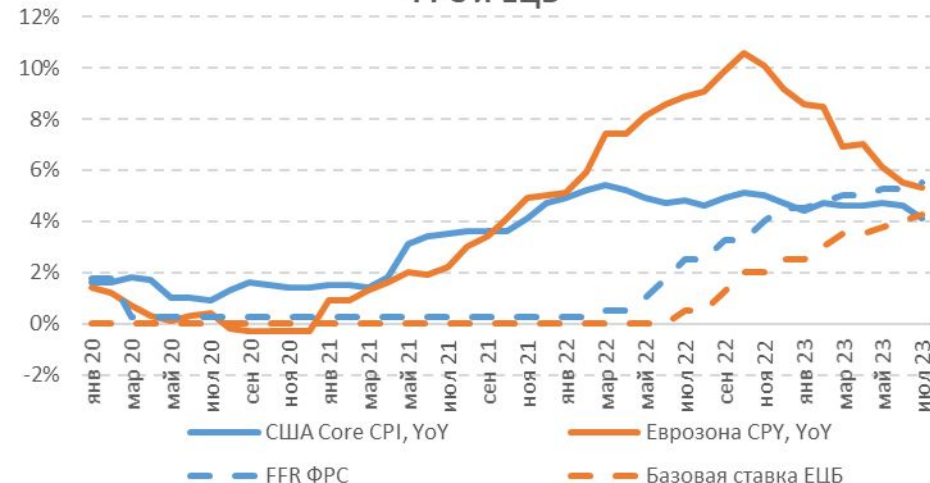
Кривая UST сохраняется инверсивной и в июле сдвинулась вверх примерно на 20 б. п. в дальнем сегменте, в коротком снизилась на 6 б. п.

Европа. ЕЦБ также ожидаемо повысил регулируемые ставки 27 июня на 0,25 п. п. (деPOSITную до 3,75%, базовую до 4,25% и маржинальных кредитов до 4,50%) на фоне снижающейся, но еще остающейся высокой инфляции. Они могут быть еще раз увеличены в сентябре, заявила президент регулятора К. Лагард.

Кривая госбумаг Германии сохраняется инвертированной, и в июле сдвинулась вверх на 15 б. п. в дальнем сегменте и на столько же снизилась на сроке 2–3Y. Сходная тенденция была по госбумагам Франции. Победа правых на парламентских выборах в Испании не привела к заметному изменению кривой. Британские гилты сдвинулись вниз в основном в коротком и среднем сегментах на 34 б. п., а в длинном поднялась на 15 б. п. (03.07.2023 ожидается, что Банк Англии повысит ставку на 0,25 п. п. до 5,25%).

Япония. Банк Японии 28 июля сохранил параметры ДКП (ставка по краткосрочным кредитам банкам: -0,1%, ориентир по доходности JGB 10Y ок. 0% +/-0,5%). При этом регулятор заявил, что теперь границы коридора не будут считаться жесткими ограничениями. Решение можно рассматривать, как сигнал к постепенной нормализации ДКП. В результате кривая японских госбондов резко сдвинулась вверх на 20 б. п. наиболее выражено в среднем и дальнем сегментах. Доходность JGB 10Y выросла до 0,62%, таким образом преодолев верхний таргет. Отметим, что слухи накануне заседания об отказе от контроля за кривой привели к повышению волатильности на развитых рынках FI.

Инфляция в США и еврозоне и базовые ставки ФРС и ЕЦБ



Динамика 10Y DM в национальных валютах



Тенденции на развивающихся рынках

Китай. Народный банк Китая (НБК) 19 июля ожидаемо сохранил базовую ставку по кредитам на 1 год (LPR) на уровне 3,55%, а по 5-летним кредитам на уровне 4,2%. Отметим, что еще 15 июня была снижена годовая ставка по предоставлению кредитов банкам (MLF) с 2,75% до 2,65%, которая напрямую влияет на LPR. Регулятор постепенно смягчает ДКП на фоне снижения инфляции (CPI в июне: 0,0%, YoY) и медленного восстановления экономической активности. Также отметим, что в июле новым главой ЦБ стал Пань Гуншэн, который, как ожидается, сохранит прежнюю политику.

Кривая китайских госбондов в CNY в июле практически не изменилась, динамика 10Y с мая не показывает существенных движений по доходности.

Объем выпущенных облигаций к КНР в июне составил 6,34 трлн юаней (\$893 млрд). Из них на госбумаги и бумаги регионов пришлось 26%. Общий объем облигаций в обращении достиг 150,3 трлн юаней (\$20,7 трлн).

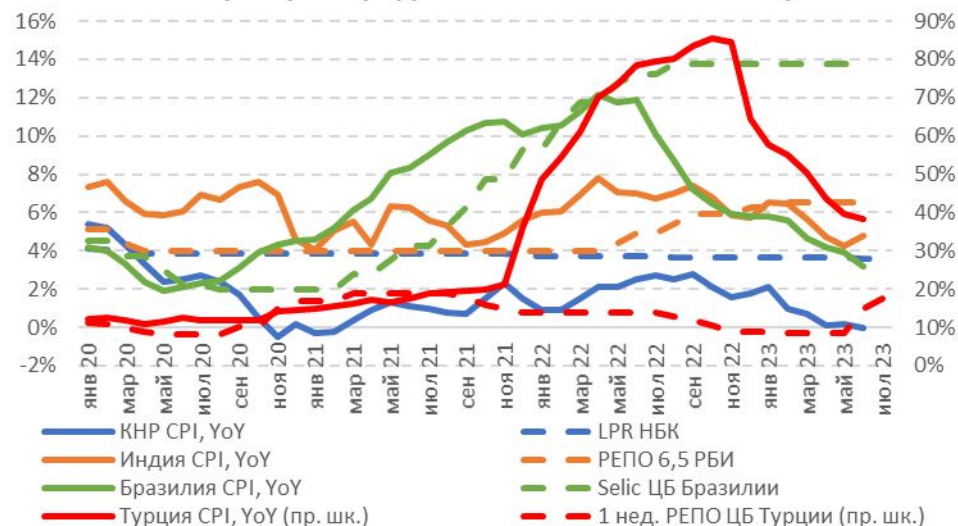
Кривая **Индии** в рупиях за период умеренно сдвинулась вверх примерно на 10 б. п. практически по всей длине.

Бразилия. Бразильские среднесрочные и долгосрочные бумаги в реалах выросли по доходности на 20–30 б. п. Отметим, что базовая ставка ЦБ Бразилии (Selic) с августа 2022 г. остается на уровне 13,75%. При этом инфляция устойчиво снижается (в июле: 3,2%, YoY), а экономическая активность ослабевает. Такая политика регулятора идет в разрез с планами президента Лулы да Силвы по смягчению ДКП. Остающейся высокой регулируемая ставка способствует сохранению повышенной доходности госбондов.

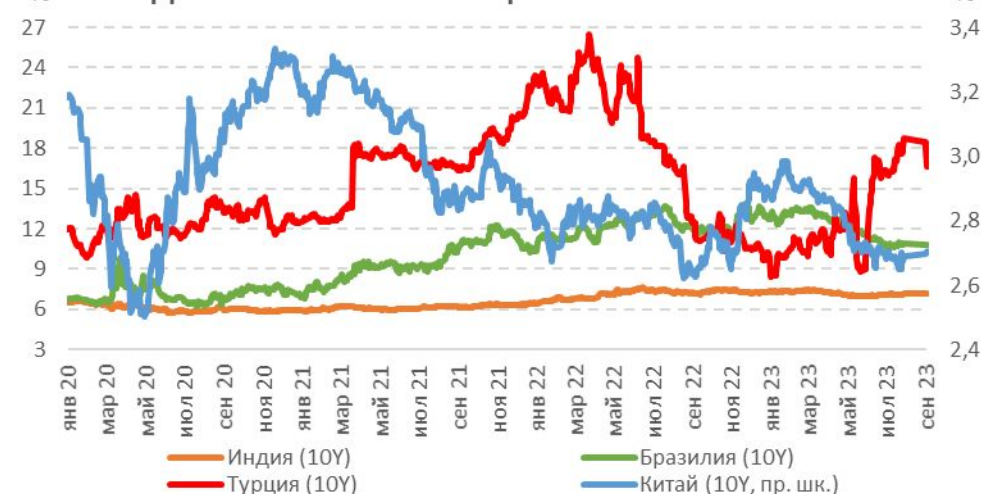
Турция. ЦБ страны 20 июля вновь повысил базовую ставку (1 нед. РЕПО) на 2,5 п. п. до 17,5%, при ожиданиях увеличения до 20%, на фоне замедляющейся, но остающейся высокой инфляции (в июне: 38,2%, YoY). Регулятор заявил о дальнейшем ужесточении ДКП, которую стала проводить его новая глава – Хафизе Гайе Экан, назначенная на свой пост в июне.

Кривая госбондов Турции в лирах сдвинулась вверх за июль на 200–300 б. п. в особенности в длинном сегменте.

Инфляция в ряде EM и базовые ставки ЦБ



Динамика 10Y EM в национальных валютах



ОФЗ и ДКП Банка России

Кривая ОФЗ за период сдвинулась вверх в среднем на 40 б. п., наиболее выражено в коротком сегменте, на ожиданиях повышения ключевой ставки ЦБ РФ.

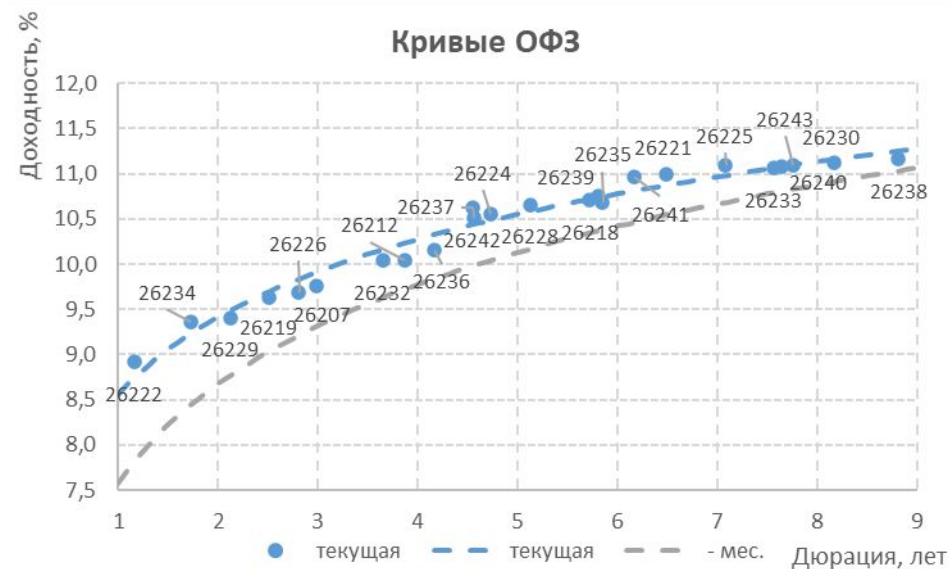
Определяющим событием в июле на российском долговом рынке стало повышение ключевой ставки ЦБ РФ 21 июля на 1 п. п. до 8,50% на фоне возросших проинфляционных рисков. Большинство участников рынка прогнозировало изменение на +0,5 п. п., однако реакция рынка на большее повышение оказалась слабой. Регулятор сохранил жесткий комментарий по дальнейшей ДКП и теперь прогнозирует ключевую ставку в среднем на текущий год в диапазоне 7,9–8,3%, на следующий 8,5–9,5%, 6,5–8,5% на 2025 г. и 5,5–6,5% на 2026 г. Инфляция в декабре может достичь 5,0–6,5%, после чего снизится до 4% к концу 2024 г., ожидает Банк России.

Продолжает постепенно снижаться доля нерезидентов в ОФЗ, которая на 01.07.2023 составила 8,8% (или 1,69 трлн руб.).

Минфин РФ на аукционах в июне разместил ОФЗ на 364 млрд руб. Из них на ОФЗ-ПК пришлось 75,2%, ОФЗ-ПД 21,9% и ОФЗ-ИН 2,9%. Таким образом выполнение плана в 3 кв. составляло 36,4%. Всего с начала года размещено госбумаг на 1,938 трлн руб. В условиях роста инфляционного давления у банков сохраняется повышенный спрос на госбумаги с плавающим купоном. В среднем спрос превышал предложение в 2 раза.

Ключевые факторы для ОФЗ:

- Рост инфляционного давления до конца года (-);
- Ожидания дальнейшего увеличения ключевой ставки ЦБ РФ (-);
- Большой объем программы заимствований для финансирования дефицита федерального бюджета и сохранение высокого спроса на аукционах ОФЗ (- для вторичного рынка)
- Вероятная дальнейшая умеренная девальвация рубля (-)
- Снижение структурного профицита ликвидности к концу текущего года до 1,1–2,0 трлн руб. по прогнозу ЦБ РФ (-).



Источник: Московская биржа, ЦБ РФ, собственные расчеты

Корпоративные рублевые облигации

Корпоративные рублевые облигации 1 эшелона за период в целом двигались в общей канве с ОФЗ, при этом снижение доходностей «корпоратов» было менее выраженным. В результате спред к госбумагам на сроке ок. 2 лет сузился на 26 б. п. до 65 б. п.

Во 2-м эшелоне была сходная, еще более выраженная динамика. Их спред к ОФЗ 2 г. сузился на 45 б. п. до 253 б. п.

Спред **высокодоходных облигации (ВДО)** к 2-летним ОФЗ сократился на 116 б. п. до 388 б. п. При этом в отличие от госбумаг, 1 и 2 эшелонов, у ВДО доходности в целом снизились на 50 б. п. Такая тенденция объясняется сегментацией российского рублевого рынка публичного долга, где в ВДО и частично во 2 эшелон инвестируют, прежде всего, частные лица, ищущие наибольшие доходности, и толерантные к риску.

В августе, скорее всего, бумаги 1 эшелона продолжат умеренно снижаться по доходности вслед за ОФЗ.

2 эшелон еще имеет потенциал к сужению спредов к госбумагам, но при этом здесь не стоит ждать заметного продолжения сужения спреда, который уже близок к минимумам конца 2021 г.

ВДО также еще может незначительно сузить спреды к ОФЗ.

Отметим, что в условиях текущего общего тренда на рост ставок, вкладываться в сравнительно длинные корпоративные выпуски с дюрацией более 2,5 лет и с рейтингами от ВВВ и ниже – достаточно рискованная стратегия.

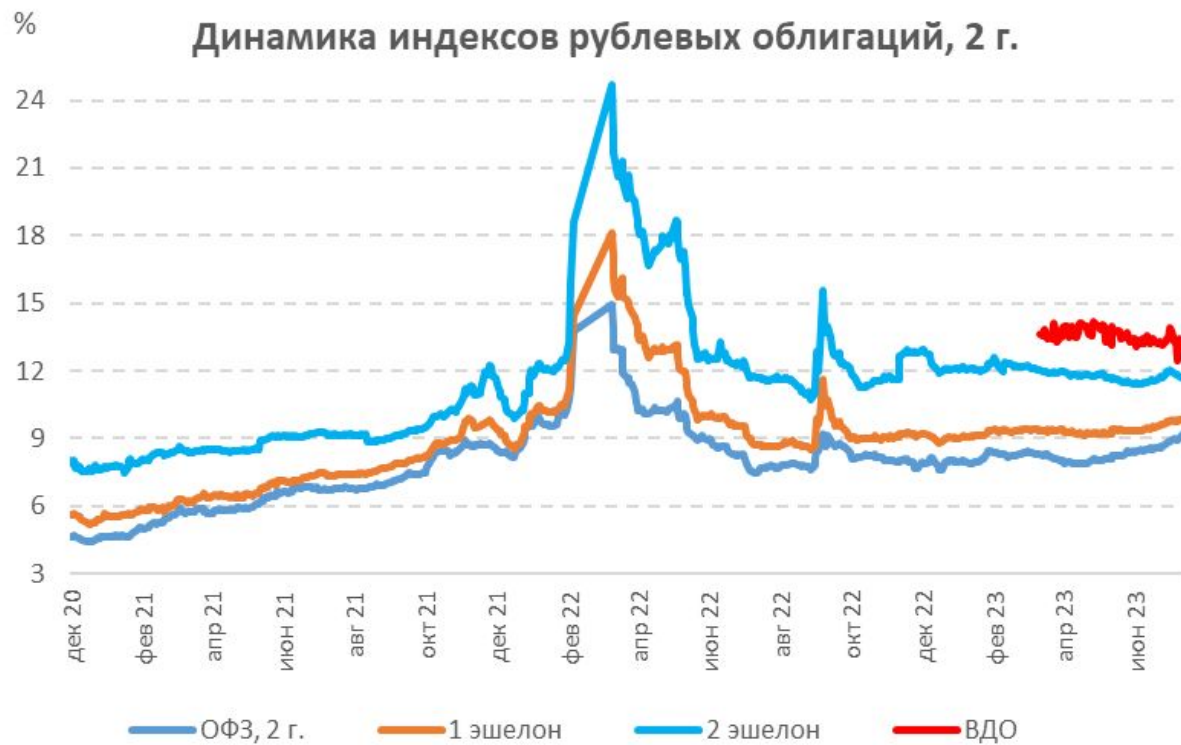
На первичном рынке сохранялась высокая активность эмитентов, размещавших новые выпуски в преддверии ожиданий повышения ключевой ставки ЦБ РФ. Размещения, как правило, проходили по нижним границам макретируемых диапазонов ставок купонов при высоком спросе. Так, у розничных инвесторов повышенный интерес вызывали бумаги 2 эшелона и ВДО. Причем после повышения ключевой ставки высокий спрос сохранился. Среди рыночных размещений отметим: ВУШ-001P-02, БСК-001P-03, Медси-001P-03, РЖД-001P-26R, Автобан-Финанс-БО-ПО4, Газпром капитал-002Б-01 (для квал. инвесторов) и ТГК-14-001P-02.

Динамика доходностей и спредов к ОФЗ 2 г.

	текущ.	1 мес.	С нач. года
Доходности индексов (%)			
ОФЗ 2 г.	9,19	8,54	7,95
<i>изм. к текущ.</i>		0,65	1,24
1 эшелон	9,84	9,45	9,00
<i>изм. к текущ.</i>		0,39	0,84
2 эшелон	11,72	11,52	12,18
<i>изм. к текущ.</i>		0,20	-0,46
ВДО	13,07	13,58	0,00
<i>изм. к текущ.</i>		-0,51	13,07
Спреды к ОФЗ 2 г. (б. п.)			
К 1 эшелону	65	91	105
<i>изм. к текущ.</i>		-26	-40
К 2 эшелону	253	298	423
<i>изм. к текущ.</i>		-45	-170
К ВДО	388	504	0
<i>изм. к текущ.</i>		-116	388
Спреды между эшелонами, 2 г. (б. п.)			
2 эшелон 1-му	188	207	318
<i>изм. к текущ.</i>		-19	-130
ВДО к 1 эшелону	323	413	-900
<i>изм. к текущ.</i>		-90	1 223
ВДО ко 2 эшелону	136	207	-1 218
<i>изм. к текущ.</i>		-71	1 353

Источник: Московская биржа, ЦБ РФ, собственные расчеты

Динамика корпоративных рублевых облигаций



Источник: Московская биржа, ЦБ РФ, собственные расчеты

Рыночные размещения рублевых корпоративных облигаций

Сбор заявок	Начало размещ.	Бумага	Макрет. дох. (нижний первонач. уровень)	Дох. размещ.	Дюрация, лет	Купон	Период, куп. в год	Оферта	Амортиз.	Объем, млрд руб.	Срок до погашения	Рейтинг*
04.07.2023	06.07.2023	ВУШ-001P-02	12,44%	12,33%	2,56	11,80%	4	02.07.2026		3,00	3,0	A-
04.07.2023	04.07.2023	Лизинг-Трейд-001P-09	14,90%	14,90%	3,07	14,00%	12			0,15	4,9	BB+
05.07.2023	10.07.2023	Электрорешения-001P-01	12,88%	12,88%	2,55	12,30%	4	06.07.2026		1,00	3,0	BBB
06.07.2023	06.07.2023	ДиректЛизинг-002P-01-боб	14,75%	14,75%	1,80	14,00%	4		да	0,20	4,0	BB
06.07.2023	06.07.2023	РКК-БО-03	17,55%	17,55%	3,31	16,50%	4		да	0,50	5,0	B
07.07.2023	11.07.2023	Практика ЛК-001P-01	11,46%	11,46%	2,11	11,00%	4		да	2,00	3,0	A
10.07.2023	13.07.2023	ЭР-Телеком Холд-ПБО-02-03	12,55%	12,55%	1,80	12,00%	4	10.07.2025		11,00	2,0	BBB+
11.07.2023	14.07.2023	БСК-001P-03	11,46%	11,03%	2,32	10,60%	4		да	6,00	3,0	A+
11.07.2023	14.07.2023	ЕАБР-003P-008	Ruonia + 200 б. п.	9,62%	4,56	9,40%	2			6,00	5,0	AAA
12.07.2023	17.07.2023	Медси-001P-03	11,03%	10,81%	2,24	10,40%	4	13.10.2025		3,00	15,0	A+
12.07.2023	17.07.2023	РЖД-001P-26R	9,00%	8,95%	4,09	8,60%	12			30,00	5,0	AAA
13.07.2023	20.07.2023	Альфа-Банк-002P-24-боб	10,46%	10,46%	2,27	10,20%	2			10,00	2,5	AA+
-	19.07.2023	МигКредит-002МС-01	15,80%	15,80%	1,73	14,75%	12		да	0,20	3,0	BB
20.07.2023	25.07.2023	Автобан-Финанс-БО-ПО4	10,92%	10,38%	3,99	10,00%	4	22.07.2025		5,00	5,0	A
20.07.2023	25.07.2023	ВЭБ. РФ-ПБО-002P-37	Ruonia + 180 б. п.	-	6,25	-	4			40,00	9,1	AAA
24.07.2023	26.07.2023	ГлобалФакторинг-БО-03-001	15,79%	15,79%	2,40	14,75%	12		да	0,15	3,9	B+
25.07.2023	31.07.2023	Газпром капитал-002Б-01	13,37%	13,33%	3,82	12,91%	2	Call по 5 лет		120,00	бессрочные	AAA
27.07.2023	01.08.2023	ТПК-14-001P-02	14,48%	13,48%	3,18	12,85%	4			1,95	4,0	BBB+
02.08.2023	04.08.2023	ВосточнаяСК-001P-04R	12,63%	12,36%	3,89	12,00%	2			15,00	5,0	AA
08.08.2023	10.08.2023	ФЭС-Агро-001P-01	15,31%		2,39		4		да	1,00	6,0	BB+
10.08.2023	15.08.2023	Новые технологии-БО-02	13,42%		3,82		2	11.08.2026		1,00	5,0	BBB+
15.08.2023	н/д	Селектел-001P-03R	ОФЗ 3 г. + 250 б. п.		-		2			4,00	3,0	A+
н/д	н/д	Борец Капитал-БО-001P-02	-				н/д	н/д	н/д	10,00	н/д	-

* На момент размещения

Источник: Rusbonds.ru, собственные расчеты

Новое в законодательстве и регулировании долгового рынка

31 июля был подписан ФЗ №389 о внесении поправок в НК, предполагающий следующие новации с 01.01.2024:

- При выплате купонного дохода на брокерский счет или счет ДУ, налоговым агентом становится брокер или доверительный управляющий, а не депозитарий.
- Налог с купона будет удерживаться не при выплате, а в конце года или при выводе денег со счета, или его закрытии. НКД, уплачиваемый при покупке облигации, теперь будет уменьшать налоговую базу. Таким образом, это устранит прежнюю проблему, когда при покупке бумаги накануне выплаты купона, удерживался налог и инвестор сразу получал значительный минус из-за выплаты НКД (который компенсировался в конце года или при выводе денег) и налога.
- При обмене еврооблигаций на замещающие бумаги теперь не будет определяться налоговая база для НДФЛ вне зависимости от изменения официального обменного курса рубля (не будет валютной переоценки). При продаже или погашении «замещаек» доход скорректируется на понесенные расходы при покупке евробондов. Это устраняет прежнюю правовую коллизию с появлением налоговой базы при получении замещающих облигаций.
- Льгота за 3-летнее владение замещающими облигациями действует, если инвестор владел евробондами на 01.03.2022 г.