



# Обзор долгового рынка Июнь-июль 2024 г.

## Тьма сгущается перед рассветом

Мария Радченко

[mgradchenko@alfabank.ru](mailto:mgradchenko@alfabank.ru)

24 июля 2024 г.

## Рост доходности ОФЗ в июне-июле продолжился

Доходность индекса гособлигаций RGBI к концу июля выросла до 16,2%, обновив очередной максимум. Примечательно, что сохранение ключевой ставки на заседании 7 июня на уровне 16,0% не принесло облегчения рынку облигаций, т. к. разочаровывающая макростатистика лишь повысила риски более значительного подъема ставки на заседании 26 июля. Мы ожидаем, что ставка будет повышена на 200 б. п., до 18,0%, а также жестких заявлений в ходе пресс-конференции.

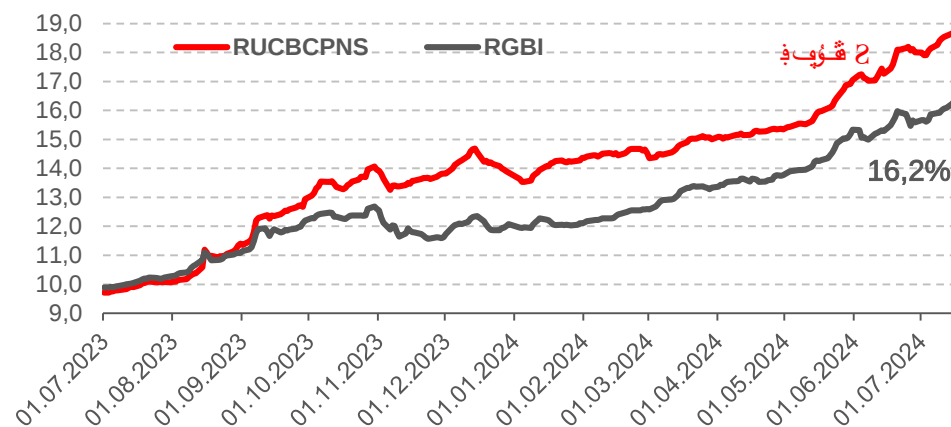
## Корпоративные облигации были под бóльшим давлением

Короткая дюрация индекса корпоративных облигаций RUCBCPNS (менее 2 лет) обусловила более сильный рост доходности индекса RUCBCPNS по сравнению с индексом гособлигаций RGBI. В июле доходность индекса превысила 18% на ожидании подъема ключевой ставки, при этом ликвидность торгов корпоративными облигациями оставалась очень низкой.

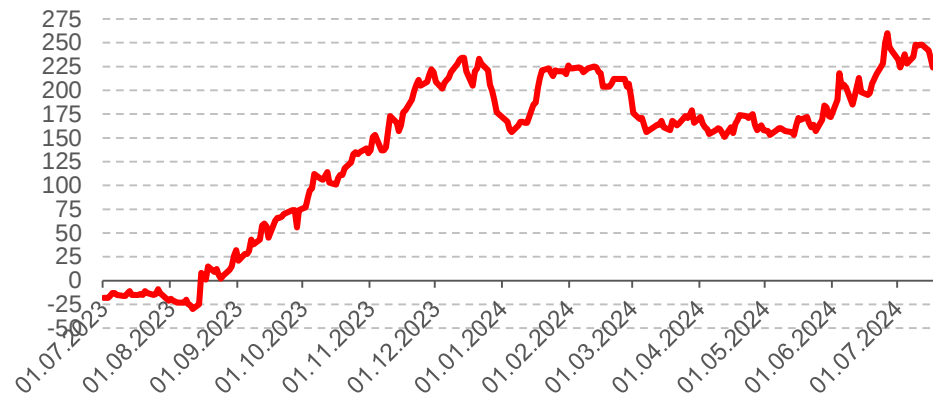
## Не ожидаем спада напряженности в августе

Неопределенность в отношении дальнейшей динамики ключевой ставки, вероятно, сохранится и после заседания ЦБ 26 июля, что будет препятствовать восстановлению рынка облигаций. Мы считаем, что риск ценовой коррекции в облигациях повысится, если и после повышения ключевой ставки в июле охлаждения потребительской активности не произойдет.

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



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



Источник: Мосбиржа, Альфа-Банк

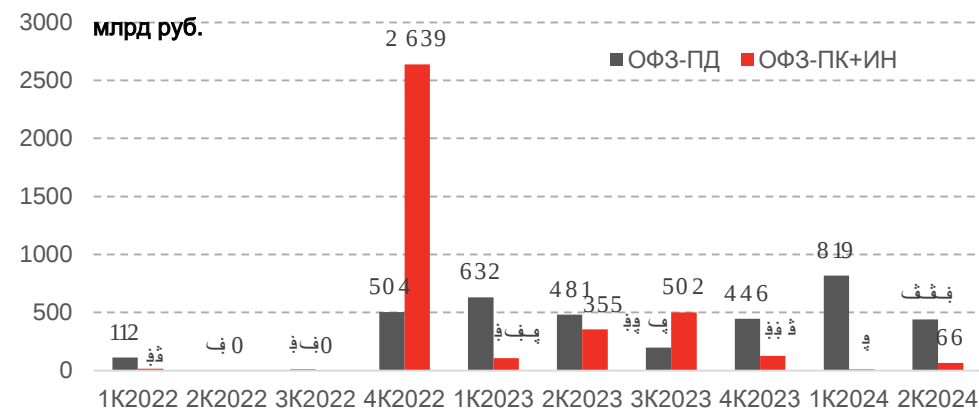
## ❑ План по размещениям на 2К24 не выполнен

В условиях стремительного роста доходности Минфин отменил несколько аукционов ОФЗ в июне. По итогам 1П24 план по размещениям на этот период выполнен на 74%, причем преимущественно за счет избыточного размещения в 1К24 г. Недоразмещенный во 2К24 объем ОФЗ на сумму 500 млрд руб. по номиналу «переехал» в 3К24 (план на 3К24 составляет 1,5 трлн руб. по номиналу). Однако скромные объемы аукционов в июне-июле позволяют нам сделать вывод, что Минфин не готов проводить размещения любой ценой даже для выполнения плана. В целом, практика прошлых лет указывает на то, что объем размещения ОФЗ чутко следует за конъюнктурой рынка, т. е. Минфин активно увеличивает объем размещения при благоприятной конъюнктуре и наоборот. Смена тактики Минфина, тем не менее, не ослабила давление на рынок ОФЗ, т. к. рост проинфляционных рисков усилил опасения в отношении дальнейшей динамики ключевой ставки.

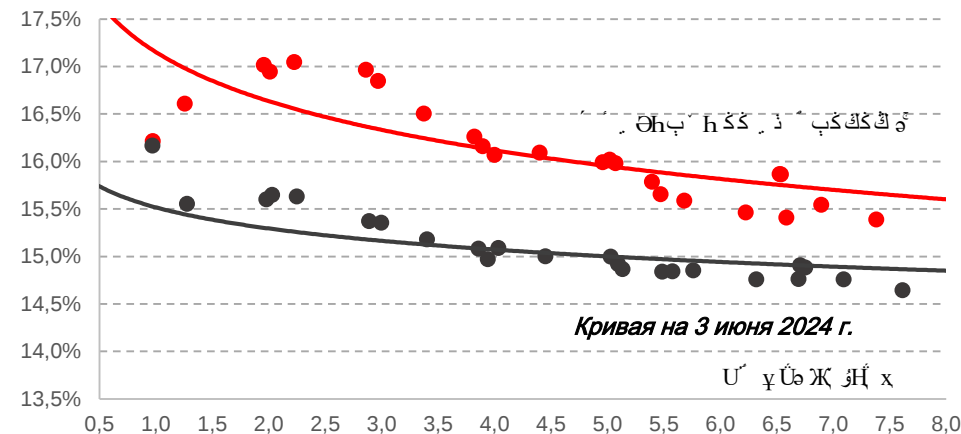
## ❑ 3К24 – период низкой активности на долговом рынке

Мы ожидаем существенного снижения активности на первичном рынке корпоративных размещений на фоне высокой ставки и неопределенности ее дальнейшей траектории. На аукционах ОФЗ мы ожидаем предложения преимущественно выпусков с плавающим купоном. При этом мы полагаем, что ценовые ожидания инвесторов будут постепенно корректироваться ближе к уровням, на которых Минфин готов проводить размещения, что будет способствовать увеличению объема размещения. На аукционах в июне-июле Минфин решительно отклонял заявки, выставленные по ценам заметно ниже вторичного рынка, в то время как объем «нерыночного» спроса превышал итоговый объем размещения в несколько раз, что говорит о наличии спроса на подобные инструменты.

**График 3.** Объем размещения ОФЗ, млрд руб.



**График 4.** Изменение доходности ОФЗ



## ❑ Рынок первичных размещений держится на флутерах

Несмотря на значительный рост доходности облигаций в июне-июле, корпоративные эмитенты лишь незначительно сократили активность в сегменте первичных размещений облигаций. Майская тенденция на размещение облигаций с плавающим купоном сохранилась и летом, что и обусловило высокий объем размещений корпоративных облигаций. Структура облигаций с плавающим купоном предполагает высокую частоту купона – ежеквартально или даже ежемесячно.

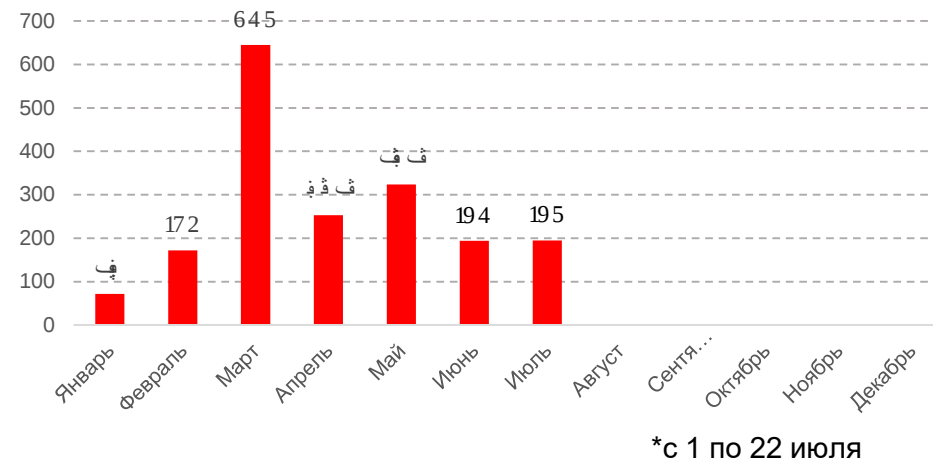
## ❑ Волатильность объема размещений по месяцам объясняется единичными крупными размещениями

Всплеск объема размещений корпоративных облигаций в отдельные месяцы по-прежнему объясняется не конъюнктурой рынка, а крупными размещениями одного-двух эмитентов.

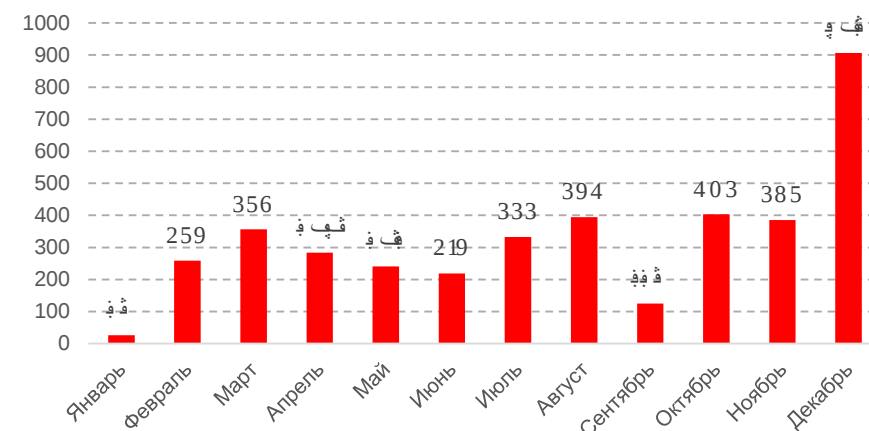
## ❑ Тренд на размещение квазивалютных облигаций сошел на нет

Наблюдавшийся в мае всплеск размещений облигаций, номинированных в юанях и долларах (в мае квазивалютные облигации составили 30% от объема размещений) в июне-июле сошел на нет в условиях отсутствия валютной ликвидности. По сути, у корпоративных заемщиков, желающих разместить облигации, не осталось альтернативы облигациям с плавающим купоном. Мы не исключаем, что после заседания ЦБ 26 июля, на котором, как мы ожидаем, будет существенно повышен диапазон средней ключевой ставки на 2025-2026 гг., активность эмитентов может сократиться в связи с переоценкой средней стоимости долга в сторону повышения.

**График 5.** Объем размещений корпоративных облигаций в 2024 г., млрд руб.



**График 6.** Объем размещений корпоративных облигаций в 2023 г., млрд руб.

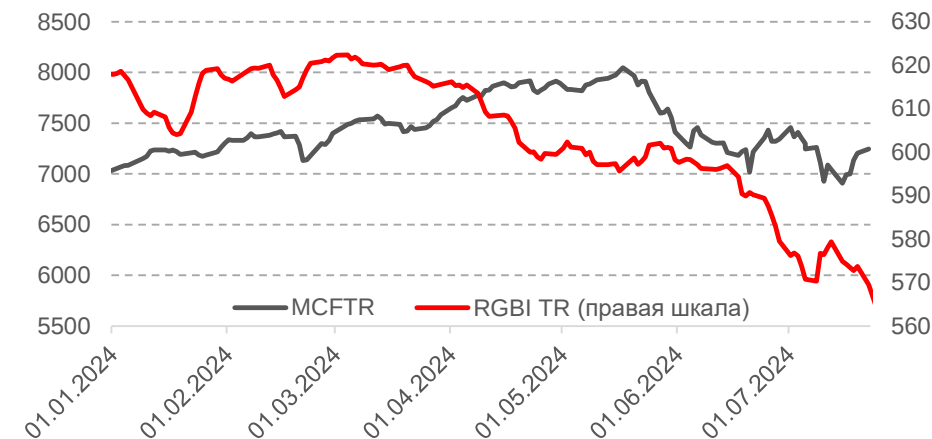


Источник: CBonds, Альфа-Банк

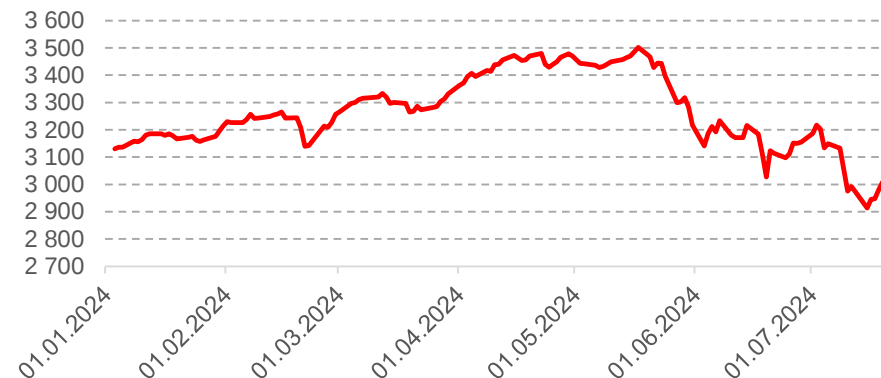
## ❑ Волатильность на рынке акций повысилась

После майского снижения, в июне рынок акций вернулся к росту, однако восстановление было недолгим, и рынок обновил очередной минимум по индексу Мосбиржи текущего года, растеряв весь рост. В конце июля рост на рынке акций возобновился, однако в том, что тренд на восстановление устойчив, еще предстоит убедиться. По состоянию на конец июля рынки акций и облигаций двигались разнонаправленно. Давление на рынке облигаций сохранялось, в то время как рынок акций вернулся к росту. Заметим, что рынок облигаций остается рынком институциональных инвесторов (доля институциональных инвесторов в общем объеме торгов облигациями находится на уровне 65%), в то время как основными игроками на рынке акций являются розничные инвесторы (доля в объеме торгов превышает 75%). С апреля интерес розничных инвесторов снижается, однако в мае-июне инвесторы физлица оставались нетто-покупателями акций, в то время как продавцами выступали профучастники. В «Обзоре рисков финансовых рынков» за июнь ЦБ указывает, что движение на рынке акций в июне было обусловлено изменением ожиданий рынка относительно траектории ДКП после публикации резюме обсуждения ключевой ставки.

**График 7.** Динамика индексов полной доходности Мосбиржи (MCFTTR) и гособлигаций (RGI TR)



**График 8.** Динамика индекса Мосбиржи



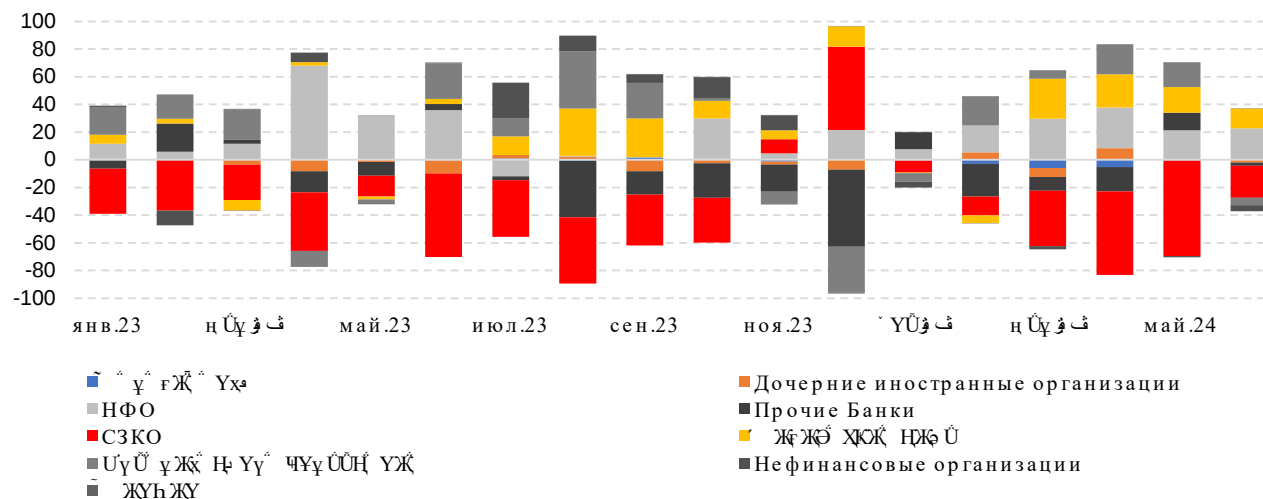
## В июне банки были нетто-продавцами облигаций...

По данным ЦБ РФ в июне банки (прежде всего системно значимые, СЗКО) были нетто-продавцами ОФЗ на вторичном рынке, как впрочем и весь 2024 г. Однако обращает на себя внимание тот факт, что объем нетто-продаж заметно снизился. Также замедлился и рост доходности ОФЗ. С начала июня по конец июля доходность на среднем и дальнем участке ОФЗ выросла на 60-100 б. п. Напомним, что в декабре 2023 г. имело место ралли на рынке ОФЗ. В этом месяце банки стали нетто-покупателями ОФЗ при одновременном увеличении объема нетто-покупок. Мы считаем, что переход СЗКО в разряд нетто-покупателей ОФЗ станет началом тренда на восстановление рынка ОФЗ

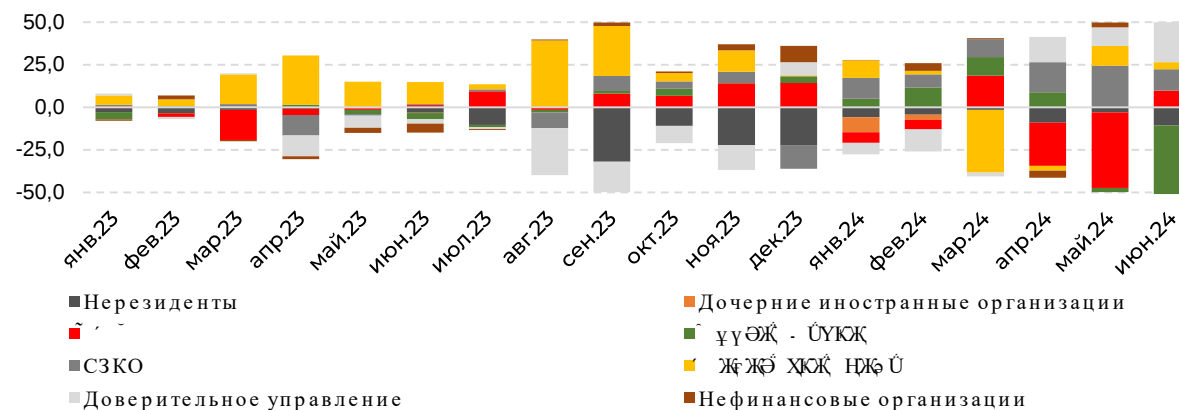
## ...а также крупнейшими нетто-продавцами акций

Профучастники остаются нетто-продавцами акций уже три месяца подряд. В июне крупнейшими нетто-продавцами акций стали банки. Поддержку рынку акций в июне оказали нефинансовые организации (в том числе в рамках ДУ), СЗКО, а также физлица, однако этой поддержки было недостаточно для перелома тренда на снижение рынка. Можно сделать предположение, что если в случае повышения ключевой ставки до 18% начнется переток розничных инвесторов с рынка акций на рынок облигаций, это окажет дополнительное давление на рынок акций, учитывая, что физлица играют на этом рынке важную роль.

**График 9. Покупки (+) / продажи (-) ОФЗ по участникам, млрд руб.**



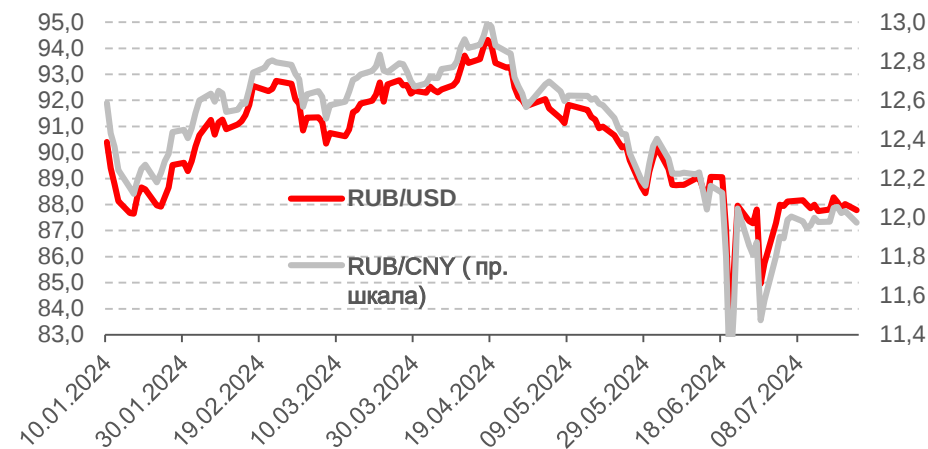
**График 10. Покупки (+) / продажи (-) акций по участникам, млрд руб.**



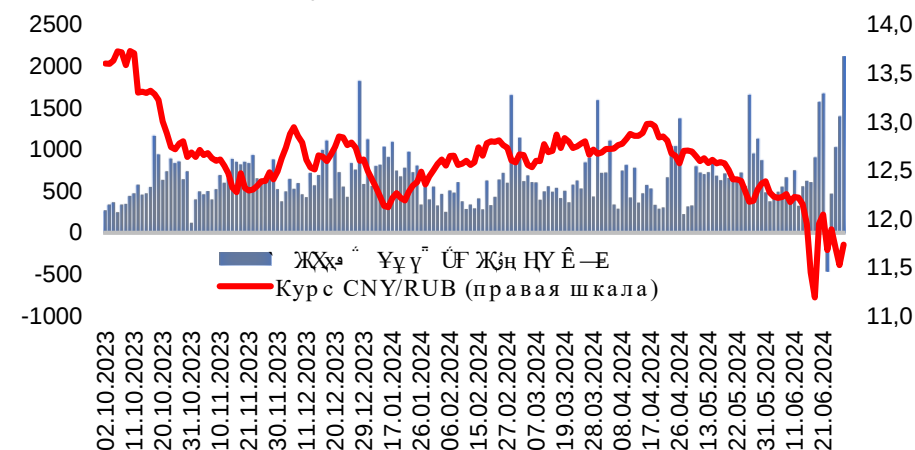
## ❑ Волатильность снизилась, курс рубля стабилизировался

В июне в связи с внесением в санкционный список США Группы Московская Биржа были приостановлены биржевые торги долларом США, евро и гонконгским долларом. На этом фоне резко выросла волатильность валют. Сложности затронули преимущественно банки, обслуживающие импортеров, так как возникли проблемы с внешними платежами. При этом со стороны экспортеров сохранился стабильный приток валюты и обычные объемы продаж. На фоне возникшего снижения спроса со стороны импортеров при стабильном предложении валюты произошло заметное временное укрепление курса рубля (за период с 13 по 19 июня рубль укрепился относительно юаня на 8,4%). Однако на фоне активизации внебиржевых торгов произошло восстановление спроса на валюту и, соответственно, нормализация курса. Также восстановлению баланса спроса и предложения валюты способствовало снижение порога репатриации валютной выручки (сначала до 60%, затем до 40%). На данный момент благоприятная конъюнктура рынка нефти продолжает оказывать поддержку курсу рубля. Также поддержке курса в краткосрочной перспективе будет способствовать подготовка к уплате налогов. Укрепление рубля может способствовать ослаблению инфляционных ожиданий, что позитивно для долгового рынка.

**График 14.** Динамика курса рубля



**График 15.** Чистые продажи крупнейших экспортеров и курс USD/RUB



Опережающие индикаторы указывают на снижение потребительской активности в мае. Ускорение инфляции в мае-апреле сопровождалось сохранением высоких темпов роста потребительского кредитования (без учета ипотеки), ускорением роста зарплат, сохранением индекса потребительской уверенности на высоком уровне. По итогам мая индекс потребительской уверенности немного снизился, также снизился темп роста оборота розничной торговли. На данный момент это выглядит как слабый позитивный сигнал, однако если тренд сохранится, последует позитивная реакция фондового рынка.

Инфляция в июне стала позитивным сюрпризом. По данным Росстата, инфляция в июне составила 0,64% м/м, после 0,84% в мае, что стало приятной неожиданностью для рынка, ожидавшего сохранения повышенных темпов инфляции. Тем не менее, июньская инфляция находится на уровне существенно выше целевого, соответственно повышение ключевой ставки в июле выглядит почти неизбежным.

График 13: Темп роста оборота розничной торговли (г/г), номинальной зарплаты (г/г) и динамика инфляции (м/м)

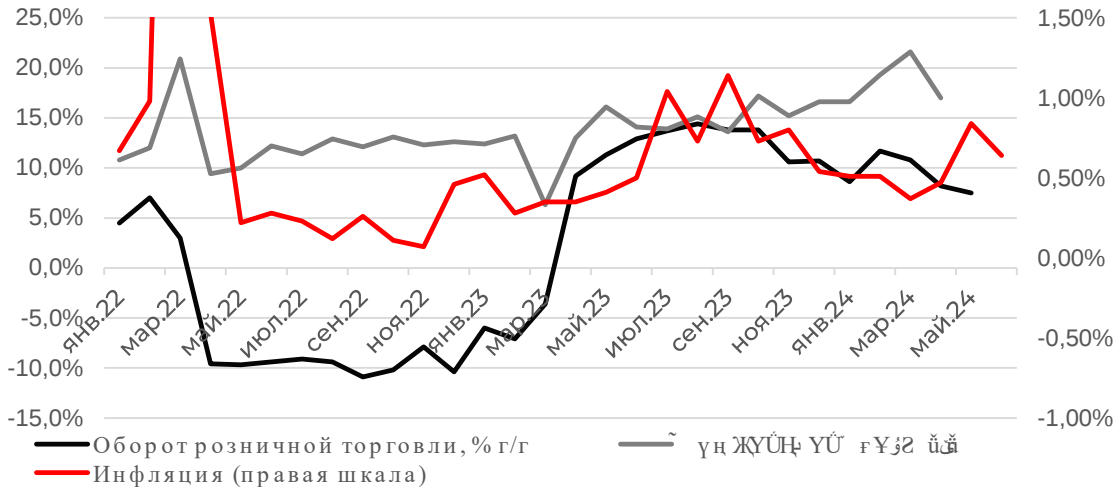
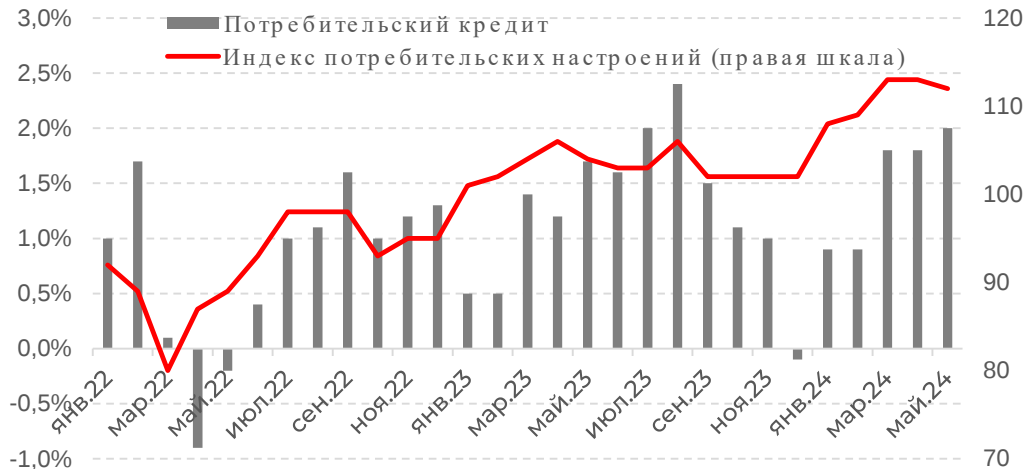


График 11 : Динамика инфляции (м/м) и темп роста потребительских кредитов без ипотеки (м/м)



График 12: Динамика индекса потребительских настроений и темп роста потребительских кредитов без ипотеки (м/м)



Источники: ЦБ РФ, Росстат, Альфа-Банк

## ❑ Инфляция и инфляционные ожидания

Несмотря на то, что ключевая ставка находится на повышенном уровне 16% уже более полугода, на данный момент этого недостаточно для охлаждения потребительского спроса и снижения инфляции. Мы считаем, что риск ценовой коррекции в облигациях сохранится, если и после повышения ключевой ставки на июльском заседании охлаждения потребительской активности не произойдет. Вероятно, неопределенность в отношении дальнейшей динамики ключевой ставки сохранится и после заседания ЦБ, что будет препятствовать восстановлению рынка облигаций. В этой связи показатели недельной инфляции будут иметь важное значение для направления движения долгового рынка. Если в августе инфляционные ожидания населения и предприятий не покажут снижения, мы видим риск существенной коррекции на фондовом рынке.

## ❑ Темпы роста кредитования

В августе будет опубликована статистика по банковскому сектору за июль, в которой впервые найдет отражение отмена и модификация льготных ипотечных программ. Рынки будут пристально следить, как отмена льготной ипотеки отразится не только на динамике потребительского кредитования, но и корпоративного, учитывая что кредитование строительного сектора в текущем году вносило существенный вклад в увеличение объемов корпоративного кредитования.

## ❑ Индикаторы бизнес-климата

Июльский Мониторинг предприятий отразил охлаждение, пусть и скромное. В июле индикатор бизнес-климата уменьшился до 7,7 пункта (соответствует уровню февраля), против 10,6 пункта в июне. Оценки текущих бизнес-условий снизились практически во всех отраслях, ожидания компаний на ближайшие 3 месяца стали более сдержанными, вернувшись к уровню 4K23. Оценки текущего выпуска, после повышения на протяжении 5 месяцев подряд, в июле упали до уровня февраля. Если тренд сохранится и в августе, это будет позитивно воспринято финансовыми рынками.



Альфа-Банк Долговой рынок

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

Начальник управления облигаций  
+7 (495) 783 5103

Владислав Корзан  
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, 2024 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 обсудить 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.