



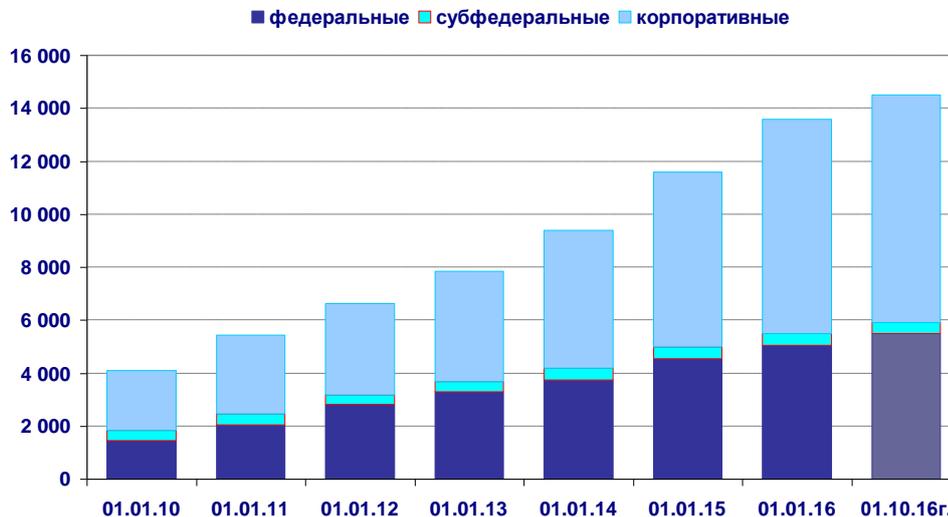
Рынок рублевых облигаций: основные итоги III квартала 2016г.

В третьем квартале 2016 года ситуация на рынке рублевых облигаций была не однозначной: периоды негативной динамики цен сменялись благоприятной конъюнктурой. При этом в целом по итогам квартала наблюдался рост объема рынка рублевых облигаций в обращении, традиционное снижение активности на первичном и вторичном рынках в разгар «отпускного» периода. В тоже время на рынке наблюдалась тенденция к снижению процентных ставок на фоне относительно стабильного курса рубля, который практически «отвязался» от краткосрочных колебаний цен на нефть. Немалую роль в формировании конъюнктуры рынка рублевых облигаций играли ожидания дальнейшего снижения ключевой ставки Банком России на фоне сокращения темпов роста инфляции, которые, очевидно, были существенно пересмотрены в ответ на жесткую риторику представителей Банка России после сентябрьского заседания.

Объем рублевых облигаций в обращении

По итогам III квартала 2016 г. общий объем рынка рублевых облигаций вырос на 6,9% по сравнению с началом года и составил более 14,52 трлн рублей. При этом объем ОФЗ в обращении вырос на 8,9% и превысил 5,5 трлн рублей. На 6,8% вырос объем в обращении корпоративных облигаций, составив по итогам III квартала около 8,615 трлн рублей. Снижение на 11,9% было зафиксировано по субфедеральным облигациям, объем в обращении которых составил около 409,9 млрд руб.

Объем рублевого облигационного рынка в обращении, млрд руб.



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

Структура рынка рублевых облигаций

В результате доля облигаций федерального займа увеличилась до 37,87% против 37,18% в начале года. Доля корпоративных облигаций снизилась на 0,09% и составила 59,31%. Доля субфедеральных облигаций снизилась с начала года на 0,6%, показав очередной исторический минимум в размере 2,82% против 3,42% на начало 2016г. (и порядка 9-10% в 2004-2005 годах).



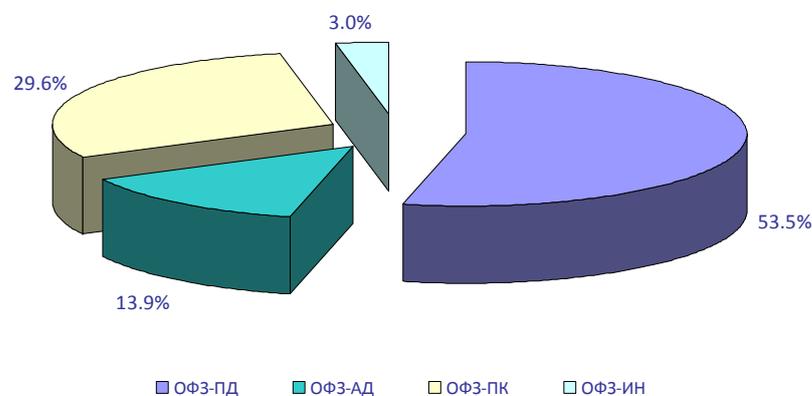
Структура рублевого облигационного рынка в обращении, %



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

На рынке государственных облигаций около 53,5% (+0,5% за последний квартал) приходится на облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД). Около 13,9% (-1,9%) составляет доля облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД), около 29,6% (+1,6%) - облигации федерального займа с переменным купоном. Около 3,0% (+0,1%) рынка занимает единственный выпуск облигаций федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН).

Структура рынка федеральных облигаций

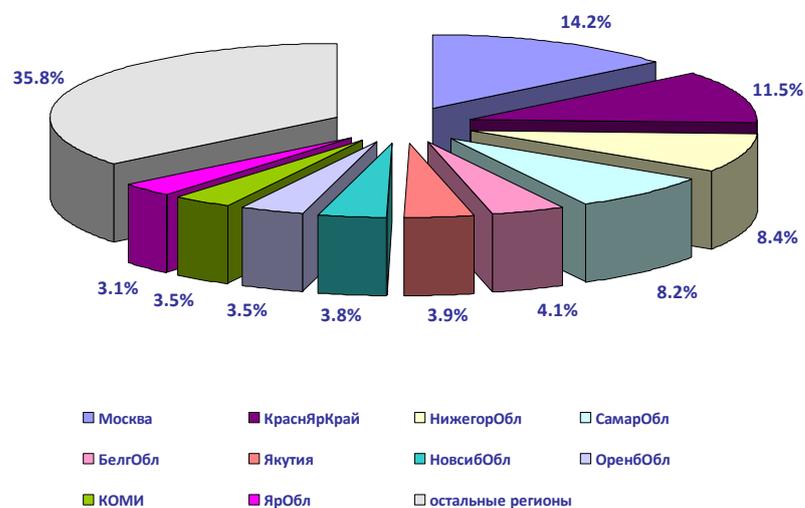


Источник: расчеты БК «РЕГИОН»



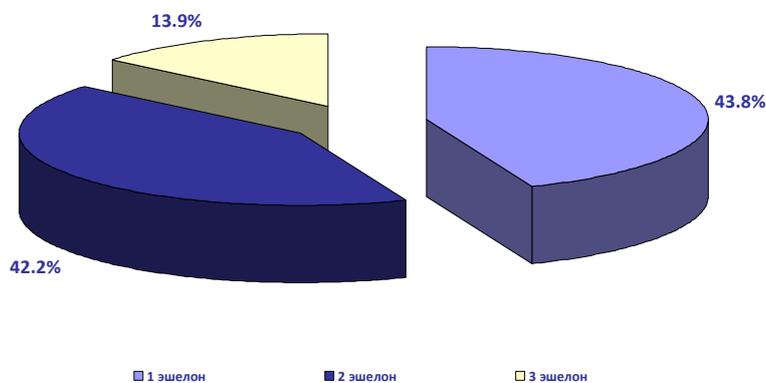
На рынке субфедеральных и муниципальных облигаций представлено 104 выпуска долговых ценных бумаг 37 регионов – эмитентов и 12 выпусков 6 муниципальных образований. Максимальную долю (около 17,4% против более 17% и 23% на середину и начало текущего года соответственно) по-прежнему занимает Москва, которая не размещала свои облигации с октября 2013г. В число крупнейших региональных заемщиков входят: Красноярский край (11,5%), Нижегородская (8,4%) и Самарская (8,2%) области. На долю четырех крупнейших региональных заемщиков приходилось около 42,3% от суммарного объема облигаций в обращении.

Структура рынка субфедеральных и муниципальных облигаций



Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН»

Эшелонирование рынка субфедеральных и муниципальных облигаций

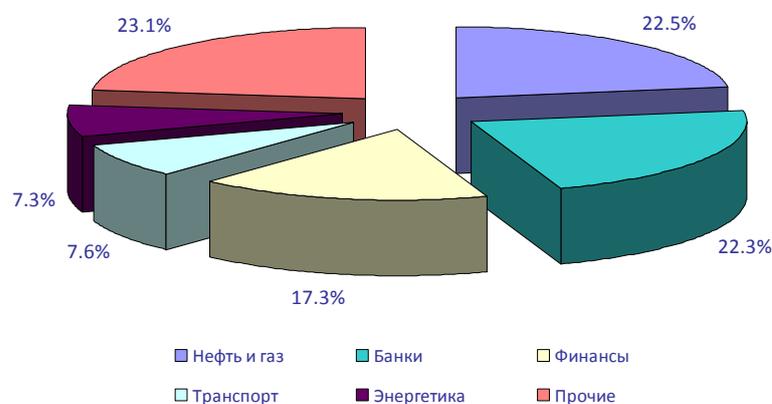


Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН»



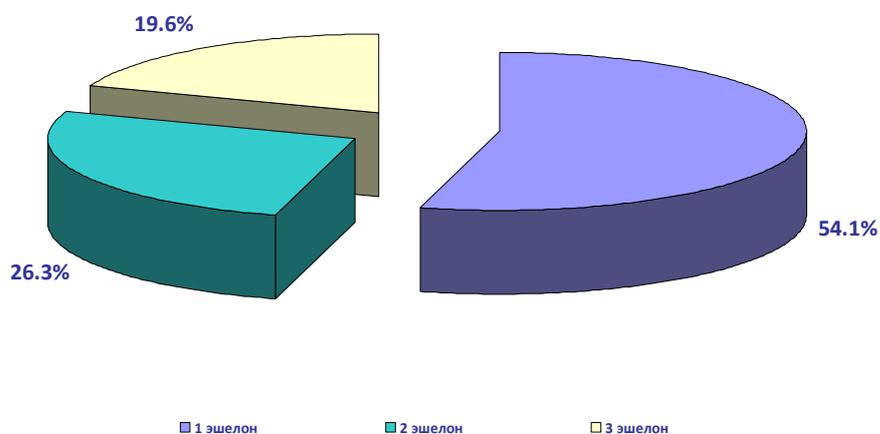
На рынке корпоративных облигаций доля нефтегазового сектора, составившая 22,5%, превысила долю банковского сектора, которая составила 22,3%. Правда при этом нельзя не отметить, что еще около 17,3% приходится на финансовый сектор (в котором наиболее широко представлены облигации с ипотечным покрытием, а также облигации лизинговых, страховых и других компаний). Из отраслей реального сектора высокие позиции занимают транспорт и энергетика с долями порядка 7,6% и 7,3% соответственно. 3,8% и 3,6% приходится на связь и металлургию соответственно. В пределах 2,0-2,5% составляет доля строительства, машиностроения и торговли. Порядка 0,9% и 0,4% приходится на химическую и пищевую отрасли соответственно. В качестве крупнейших заемщиков можно назвать: Роснефть, ВЭБ, АИЖК, РЖД, ФСК ЕЭС, РСХБ, Газпром нефть и др.

Отраслевая структура рынка корпоративных облигаций



Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН»

Эшелонирование рынка корпоративных облигаций



Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН»



Основные показатели первичного рынка

По нашим оценкам, объем первичных размещений рублевых облигаций в III квартале 2016г. составил около 598,2 млрд руб., что на 30% меньше, чем во втором квартале т.г. и на 7,4% больше, чем за аналогичный период прошлого года.

Объем первичного размещения облигаций в 2016г., поквартально в млрд руб.



Источник: Московская Биржа, расчеты БК «РЕГИОН»

Согласно плану в объеме 240 млрд руб. были размещены ОФЗ (на 11% меньше, чем во II квартале), аукционы по которым проходили в начале квартала с первоначальным спросом в 2-3 раза превышающим предложение. Исключением были ОФЗ-ПК, которые пользовались меньшим спросом из-за высоких цен и ожиданий быстрого снижения ставок, а объем размещения нередко был ниже предложения. В конце августа – начале сентября ситуация на первичном рынке существенно улучшилась: в отдельные дни спрос превышал предложение почти в 5 раз, а размещения проходили в полном объеме на всех аукционах.

Объем первоначального спроса и размещения, в % от объема предложения

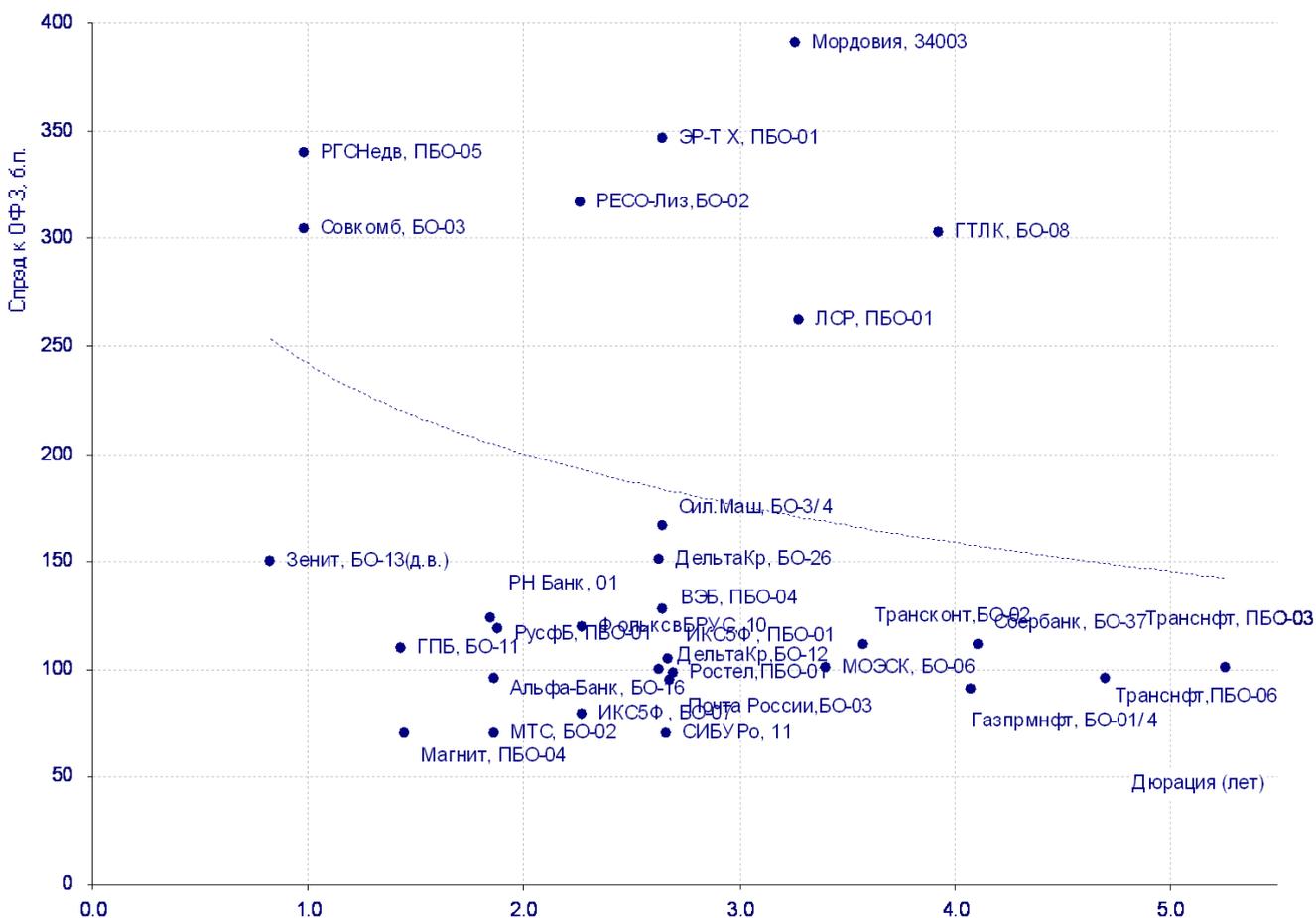


Источник: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»



На рынке корпоративных облигаций максимальная активность наблюдалась в сентябре, когда было размещено около половины от общего объема облигаций, составившего около 344,9 млрд рублей. При этом объем первичных размещений в корпоративном секторе снизился на 37% по сравнению с показателем второго квартала т.г. Основная доля «рыночных» размещений пришлось на долговые бумаги крупнейших компаний реального сектора экономики хорошего кредитного качества, о чем свидетельствуют спреды к ОФЗ в пределах 70-130 б.п. (см. Карту рынка первичных размещений). Инвесторы на фоне сокращения темпов роста инфляции, снижении ставок на денежном рынке и ожиданиях снижения в средне- и долгосрочной перспективе ключевой ставки Банком России готовы были вкладываться в облигации на срок до 3-5 и более лет. Отдельно можно выделить размещение двух выпусков облигаций Транснефти со сроком обращения 6 и 7 лет. Отдельные эмитенты, размещая относительно долгосрочные (и нередко «клубные») выпуски, предусматривали по ним call-опционы на более короткие сроки. Так, например, Россети разместили 10-ти летний заем с возможностью досрочного погашения через 3 и 5 лет. Кроме того, в июле ВЭБ разместили на МБ выпуск, номинированный в долларах США, но с расчетами в рублях. При объеме предложения в \$600 млн спрос составил более \$1 млрд, а ставка купонов на 5-ти летний срок обращения была снижена до 4,9% годовых с начального маркируемого диапазона 5,50-5,75% годовых.

Карта рынка первичных размещений корпоративных облигаций в III кв. 2016г.



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»



На первичном рынке субфедеральных и муниципальных облигаций в III квартале 2016г. состоялось четыре новых размещения и одно доразмещение на общую сумму 23,35 млрд руб., что на 9,3% ниже показателя предыдущего квартала. С начал текущего года общий объем размещений (включая доразмещения обращающихся выпусков) составил 49,1 млрд руб., что на 22,2% ниже показателя трех первых кварталов 2015г.

Размещения состоялись в начале июля и в сентябре, когда наблюдалась наиболее благоприятная ситуация на долговом рынке. В результате размещения прошли при высоком спросе со стороны инвесторов, что позволяло эмитентам и организатором займов снижать в ходе сбора заявок уровень процентных ставок по купонам. Так, например, при размещении облигаций Самарской области при спросе, превышающем почти в 2,2 раза предложение, снижение составило 16 б.п. от нижней границы маркируемого диапазона, 80 б.п. – при размещении облигаций Тамбовской области, 15 б.п. – при размещении облигаций Республики Удмуртия (превышение спроса в 2,6 раза). По облигациям эмитентов с уровнем кредитного рейтинга категории «BB+/BB» и с дюрацией порядка 4-5 лет спрэды к ОФЗ составили в пределах 140-176 б.п. По облигациям Республики Удмуртия с дюрацией более 6 лет спрэд составил 290 б.п., а по облигациям Республики Мордовия с рейтингом на уровне «B+» спрэд составил порядка 390 б.п. Итоги прошедших размещений субфедеральных облигаций представлены в таблице.

Итоги размещения субфедеральных и муниципальных облигаций в 2016г.

| Эмитент | Выпуск | Дата размещения | Дата погашения | Объем выпуска, млн руб. | Объем размещения млн руб. | Текущий купон, % | УТМ, % | Дюрация, лет | Спрэд к ОФЗ, б.п. | Рейтинги (S&P's / Moody's / Fitch) |
|-----------------------|--------|-----------------|----------------|-------------------------|---------------------------|------------------|--------|--------------|-------------------|------------------------------------|
| Саха (Якутия) | 35008 | 18.05.2016 | 18.05.2021 | 5 500 | 5 500 | 10.29 | 10.69 | 3.30 | 158 | BB/ - / BBB- |
| Республика Карелия* | 35017 | 19.05.2016 | 08.04.2020 | 1 000 | 1 000 | 12.25 | 11.51 | 1.69 | 220 | - / - / B+ |
| Ярославская обл. | 35014 | 27.05.2016 | 19.05.2023 | 4 500 | 4 500 | 10.00 | 10.38 | 4.12 | 126 | - / - / BB |
| г. Новосибирск | 35008 | 30.05.2016 | 18.05.2026 | 3 000 | 3 000 | 9.45 | 10.28 | 4.58 | 115 | - / - / BB |
| Белгородская область | 34010 | 14.06.2016 | 08.06.2021 | 3 500 | 1 750 | 9.81 | 10.18 | 3.76 | 102 | - / - / BB |
| Нижегородская область | 35011 | 22.06.2016 | 22.06.2023 | 10 000 | 10 000 | 10.25 | 10.63 | 4.29 | 120 | - / - / BB |
| Самарская область | 35012 | 01.07.2016 | 21.06.2024 | 10 000 | 10 000 | 9.64 | 9.99 | 4.80 | 150 | - / Baa3 / BB |
| Белгородская область* | 34010 | 15.07.2016 | 08.06.2021 | 1 750 | 1 750 | 9.81 | 10.18 | 3.68 | 138 | - / - / BB |
| Республика Мордовия | 34003 | 09.09.2016 | 03.09.2021 | 5 000 | 5 000 | 11.70 | 12.23 | 3.78 | 391 | - / - / B+ |
| Тамбовская область | 35002 | 20.09.2016 | 20.09.2023 | 1 600 | 1 600 | 9.60 | 9.94 | 4.43 | 176 | - / - / BB+ |
| Республика Удмуртия | 35002 | 21.09.2016 | 19.09.2026 | 5 000 | 5 000 | 10.55 | 10.96 | 6.12 | 290 | - / - / BB- |

* - доразмещение

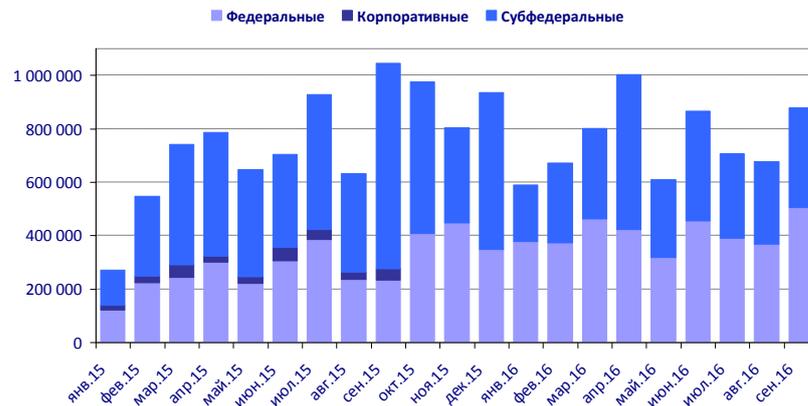


Оборот вторичного рынка

По итогам III квартала 2016г. общий объем сделок с государственными, субфедеральными и корпоративными облигациями на Московской Бирже (МБ) составил около 2 366,3 млрд руб., что на 8,1% и 10,0% ниже показателя II квартала т.г. и за аналогичный период прошлого года соответственно. Максимальный месячный объем сделок за отчетный период, который превысил 920 млрд руб., был зафиксирован в сентябре. В прошлом квартале максимальный объем сделок был зафиксирован в июле и превысил 1,02 трлн руб.

Наибольшая активность наблюдалась в секторе облигаций федерального займа, на долю которых пришлось около 53,5% от суммарного объема сделок за отчетный квартал. Объем биржевых торгов по ОФЗ составил более 1 265,8 млрд руб., что на 5,8% выше показателя II квартала т.г. Доля сделок с корпоративными облигациями снизилась до 42% в суммарном квартальном объеме сделок. Около 4,5% пришлось на долю субфедеральных облигаций. Объем биржевых сделок в III квартале с корпоративными и субфедеральными облигациями составил 994,7 и 105,9 млрд руб. соответственно.

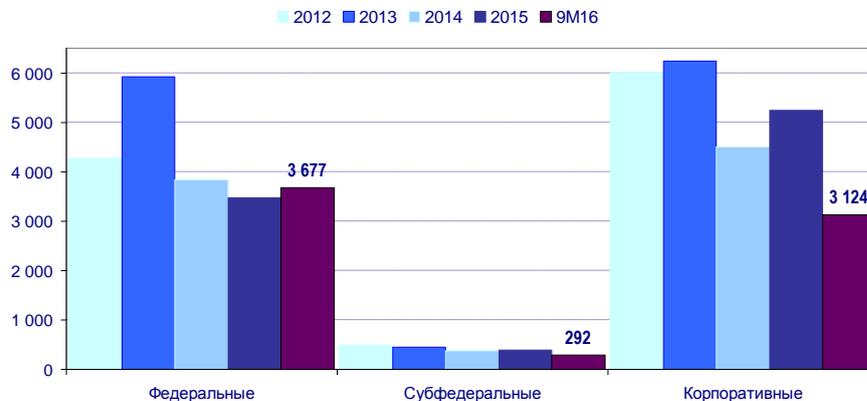
Объем вторичных торгов на МБ с облигациями в 2015-2016г. ежемесячно, млрд руб.



Источник: Московская Биржа, расчеты БК «РЕГИОН»

По итогам 9 мес. 2016г. объем биржевых торгов превысил 7,02 трлн руб., что на 13% выше показателя за аналогичный период прошлого года.

Объем вторичных торгов на МБ с облигациями в 2015-2016г. ежемесячно, млрд руб.



Источник: Московская Биржа, расчеты БК «РЕГИОН»

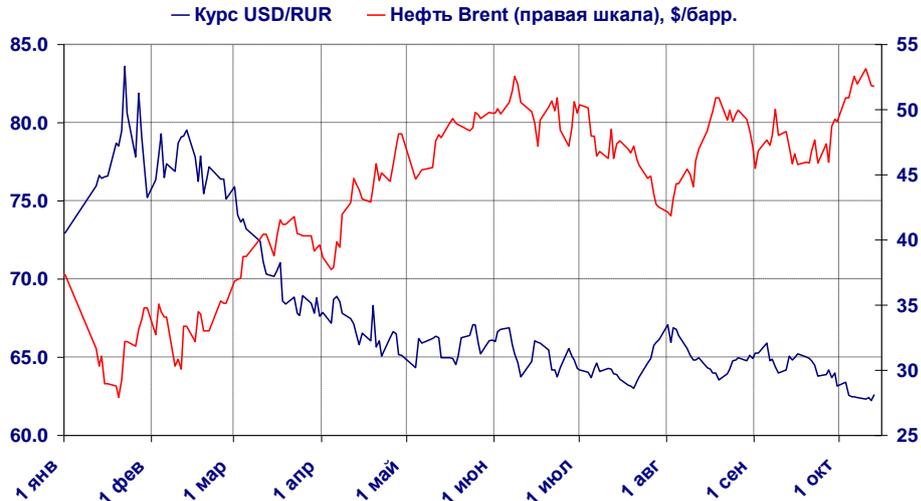


Конъюнктура рынка рублевых облигаций

В начале III квартала 2016 года наблюдалась неблагоприятная конъюнктура на рынке рублевых облигаций, в первую очередь на рынке ОФЗ, который реагировал на внешние факторы. К этим факторам можно отнести снижение цен на нефть, которые к началу августа по марке Brent опустились ниже уровня в 45 \$/барр. На снижение цен на нефть начал реагировать и рубль, курс которого в предыдущие два с половиной месяца чувствовал себя достаточно стабильно. Нарастанию неопределенности относительно дальнейшего развития ситуации на валютном, товарном (сырьевом), финансовом и фондовом рынках способствовало постоянное появление новых рисков для глобальной экономики. Так, сохраняющаяся на тот момент неопределенность относительно последствий выхода Великобритании из ЕС (т.н. «Brexit») была основным риском, способным существенно ухудшить ситуацию на валютных рынках, вызвать падение цен на мировом фондовом и сырьевом рынках в связи с т.н. «бегством инвесторов в качество». Однако опасения по поводу негативного влияния «Brexit» достаточно быстро успокоились, а решение Банка Англии, принятое в начале августа, о снижении учетной ставки с 0,5% до 0,25% (до минимального уровня за всю историю) и о расширении программы «количественного смягчения» вернуло инвесторам «аппетит к риску».

В начале третьего квартала дополнительным фактором давления на курс рубля мог стать рост спроса на иностранную валюту после выплаты дивидендов российскими компаниями по итогам 2015г. Вместе с тем ослабление рубля было краткосрочным, и с начала августа рубль стал уверенно укрепляться, практически не обращая внимания на волатильность цен на нефть.

Официальный курс рубля и котировки фьючерсов на нефть марки Brent в 2016г.



Источник: Банк России, Thomson Reuters

Положительное влияние на динамику рублевых облигаций продолжили оказывать данные по инфляции. После небольшого роста месячных темпов в июле до 0,5%, в августе она была нулевой, а сентябре – всего 0,2%. В результате годовая инфляция снизилась с 7,5% в июне до 6,4% в сентябре. При этом вполне реальным становится снижение инфляции к концу 2016г. в пределах прогнозируемого Банком России диапазона 5,5-6,0%, а к концу 2017 года снижение до уровня 4%.



Годовая инфляция и ключевая ставка Банка России, %



Источник: Банк России, Росстат

С конца августа особый оптимизм наблюдался вновь на рынке ОФЗ: первичные размещения гособлигаций, как мы уже отмечали выше, проходили очень успешно для эмитента с 2-4 кратной переподпиской, а на вторичном рынке в начале сентября доходность достигла локальных минимальных уровней, которые не наблюдались с начала 2014г. В немалой степени конъюнктуру в данном сегменте рынка определяют инвесторы – нерезиденты, доля которых с начала года постоянно росла и на 1 июля 2016г. по данным Банка России составляет 25,4% при объеме вложений около 1 350 млрд руб. (+279 млрд руб. или +26,1% к началу года). Несмотря на то, что на 1 августа по данным Банка России доля нерезидентов снизилась до 24,8%, а объем вложений снизился за месяц на 9 млрд руб., в августе приток иностранных денег возобновился, а в сентябре объем вложений в ОФЗ по сообщению Банка России вырос до 36,3 млрд руб. за месяц.

Доля вложений инвесторов – нерезидентов на рынке ОФЗ

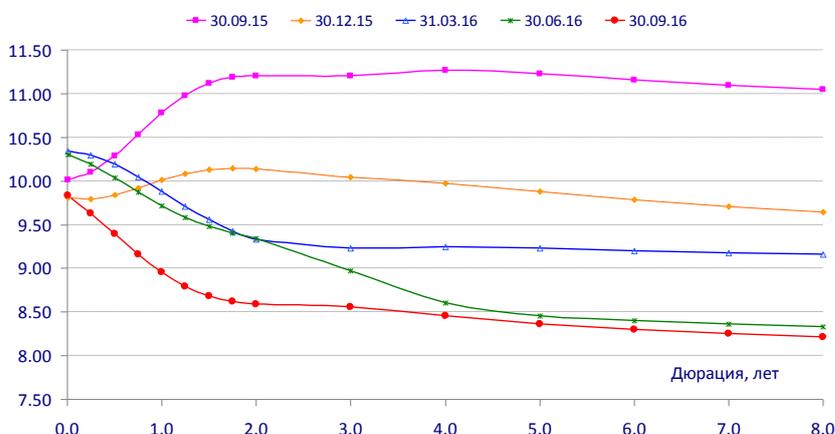


Источник: Банк России



Основным драйвером роста цен государственных облигаций по-прежнему оставались ожидания участников рынка относительно дальнейшего снижения ключевой ставки Банком России в средне- и долгосрочной перспективе, начало которого было положено 10 июня т.г. после почти девятимесячной паузы, взятой с сентября 2015г., и продолжено в середине сентября. По итогам двух заседаний в текущем году ключевая ставка была снижена на 100 б.п. (по 50 б.п. на каждом заседании), что нашло свое отражение в доходности «коротких» бумагах с дюрацией до 3 лет, которая по итогам квартала снизилась в пределах 30-70 б.п. Доходность долгосрочных бумаг, снижавшаяся ниже 8% годовых, к концу сентября несколько выросла после жесткой риторики заявлений представителей Банка России после сентябрьского заседания по поводу сохранения ключевой ставки на прежнем уровне до конца 2016 года и возможности ее пересмотра лишь в первом – втором кварталах 2017г.

«G-кривая» доходности ОФЗ



Источник: Московская Биржа, расчеты БК «РЕГИОН»

Рост котировок и снижение доходности на рынке корпоративных и субфедеральных облигаций в последние два месяца продолжался на фоне сужения спреда к ОФЗ. Прежде всего, спросом пользовались бумаги заемщиков с высоким кредитным качеством. Средние доходности в данных секторах снизилась за третий квартал в пределах 20-50 б.п.

Средняя доходность рублевых облигаций и ключевая ставка ЦБ РФ в 2016г.



Источник: Банк России, агентство «Cbonds.ru»

Октябрь, 2016г.



Инвестиционная привлекательность рублевых облигаций

Рынок ОФЗ, показавший по итогам трех первых кварталов 2016г. средний доход в размере 12,80%, (17,1% годовых), сохранил свои лидирующие позиции среди остальных сегментов долгового рынка. ОФЗ также остались наиболее привлекательным инвестиционным инструментом, превысив доход от вложений в акции (12,3%) и убытки от покупки доллара США и евро. При этом нельзя не отметить, что темпы роста дохода от вложений в ОФЗ по итогам III квартала были меньше чем в предыдущие периоды. Замедление роста было зафиксировано в остальных сегментах рублевого долгового рынка (в отличие от рынка акций, где рост ускорился). Вместе с тем положительный результат был достигнут всеми инструментами фондового рынка, которые в 1,5-2,0 раза превысили уровень инфляции за тот же период.

Возврат на инвестиции (Total Return) в различные сегменты финансового рынка

| Инструмент | Период | | | | | |
|-----------------------------|-----------|-----------|----------|--------|---------|--------|
| | 3кв.2016* | 2кв.2016* | 1кв.2016 | 2015 | 2014 | 2013 |
| Рынок облигаций | | | | | | |
| Государственные (ОФЗ) | 12.80% | 9.30% | 4.60% | 29.38% | -14.36% | 3.80% |
| Субфедеральные | 9.02% | 6.54% | 2.89% | 16.17% | -4.49% | 7.79% |
| Корпоративные | 10.14% | 7.11% | 3.39% | 18.56% | -1.43% | 8.81% |
| Рынок акций | | | | | | |
| Индекс ММВБ | 12.30% | 7.37% | 6.23% | 26.12% | -9.32% | 4.43% |
| Валютный рынок | | | | | | |
| долл. США | -13.02% | -11.83% | -7.24% | 22.99% | 81.06% | 7.76% |
| евро | -11.00% | -10.65% | -3.96% | 16.61% | 51.97% | 11.79% |
| бивалютная корзина | -12.06% | -11.27% | -5.69% | 19.33% | 66.45% | 9.85% |
| Инфляция (справочно) | | | | | | |
| ИПЦ | 4.00% | 3.30% | 2.10% | 12.90% | 11.40% | 6.50% |

* нарастающим итогом с начала года

Источник: индексы облигаций и акций МБ, ЦБ РФ, Росстат, расчеты БК "РЕГИОН"

Перспективы до конца года

Ситуация на рынке рублевых облигаций в IV квартале 2016г. будет зависеть от многих внешних и внутренних факторов, влияние которых можно ожидать как до конца текущего года, так в течение начала следующего года.

Среди внешних факторов можно выделить: геополитические риски (конфликта в Сирии, неопределенность с результатами предстоящих выборов в США), неопределенность в отношении дальнейшей денежно-кредитной политики ведущих центральных банков (ФРС США, ЕЦБ, Банк Англии, Банк Японии), отсутствие ясности в вопросе договоренности стран ОПЕК и независимых стран-экспортеров нефти относительно возможности «заморозки» или снижения добычи нефти.

Среди внутренних причин можно отметить следующие. Жесткая риторика ЦБ РФ после сентябрьского заседания относительно сохранения в ближайшее время умеренно твердой денежно-кредитной политики (сохранение ключевой ставки на прежнем уровне до конца 2016г. и возможный пересмотр ее не ранее конца I или начала II кварталов 2017г.) привела к пересмотру многими участниками рынка своих ожиданий по срокам и темпам снижения процентных ставок на рынке. Планы по увеличению внутреннего заимствования Минфина РФ на 2017г. более чем втрое по сравнению с текущим годом также вызывает опасения у инвесторов. Консервативные оценки макроэкономических показателей, проекта бюджета страны на следующий год также не вселяют дополнительного оптимизма, и ставят под сомнение достижения целей Банка России по инфляции в 4% к концу 2017г.



БК «РЕГИОН»

Адрес: ул. Шаболовка, д.10, корпус 2, бизнес-центр "Конкорд"

Многоканальный телефон: (495) 777 29 64

Факс: (495) 7772964 доб. 234

www.region.ru

REUTERS: REGION

BLOOMBERG: RGNM

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

РУБЛЕВЫЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК

Владислав Владимировский (доб. 268, vlad@region.ru)

Дарья Грищенко (доб.185, grischenko@region.ru)

Екатерина Шиляева (доб. 253, shilyaeva@region.ru)

Татьяна Тетеркина (доб. 112 , Teterkina@region.ru)

АНАЛИТИКА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ

Александр Ермак (доб. 405, aermak@region.ru)

Юлия Гапон (доб. 294, gapon@region.ru)

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями ГК РЕГИОН. 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. ГК 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.