



Александр Ермак [aermak@region.ru](mailto:aermak@region.ru)  
Юлия Гапон [gapon@region.ru](mailto:gapon@region.ru)

### В первые девять месяцев 2017г. доходность субфедеральных и корпоративных облигаций снижалась опережающими темпами относительно ОФЗ...

*Основные итоги рынка рублевых облигаций за 9 месяцев 2017г. и перспективы до конца текущего года*

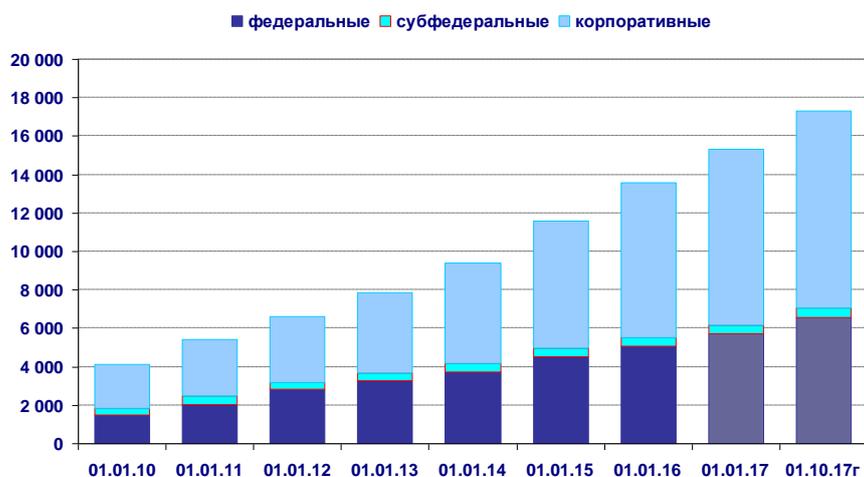
Резкое снижение темпов инфляции на фоне сохранения относительно высоких цен на нефть и стабильного курса национальной валюты оставались основными факторами преобладания благоприятной конъюнктуры на долговом рынке в первые три квартала 2017г. В результате в течение анализируемого периода на рынке рублевых облигаций преобладала позитивная динамика цен, которые, правда, к концу сентября несколько скорректировались вниз по сравнению со своими локальными максимумами, которые были достигнуты в начале месяца. Вместе с тем, по итогам 9 месяцев был зафиксирован рост большинства количественных показателей, а также снижение средней доходности, которое составило от 73 б.п. по ОФЗ до 105-106 б.п. по муниципальным и корпоративным облигациям.

#### Объем и структура рынка рублевых облигаций в обращении

По итогам 9 месяцев 2017г. общий объем рынка рублевых облигаций увеличился на 12,7% по сравнению с началом года и составил более 17,29 трлн. руб. При этом объем в обращении ОФЗ вырос на 15,2% и составил около 6,57 трлн. руб. Объем в обращении корпоративных облигаций составил на конец рассматриваемого периода около 10,245 трлн. руб., что на 11,9% выше уровня начала года. Снижение на 0,98% было зафиксировано по субфедеральным облигациям, объем в обращении которых снизился до 474,8 млрд. руб.

В результате структура рынка рублевых облигаций изменилась незначительно: доля ОФЗ выросла до 38,0% с 37,2% в начале года, доля корпоративных облигаций снизилась на 0,4% и составила 59,3%, доля субфедеральных облигаций уменьшилась с начала года на 0,38%, показав очередной исторический минимум в размере 2,75% против 3,13% на начало 2017г. (и против порядка 9–11% в 2006–2007гг.).

Рисунок 1. Объем рублевого облигационного рынка в обращении, млрд. руб.



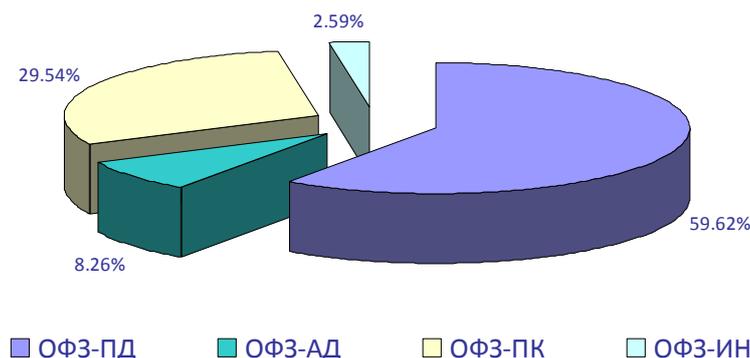
Источник: расчеты БК «РЕГИОН».

На рынке государственных облигаций основная доля в размере около 59,6% (+6,1% с начала года) приходится на облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД). С 13,2% в начале года до



8,3% (-4,9%) снизилась доля облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД). В текущем году приостановился наблюдаемый в 2015-2016гг. рост доли облигаций федерального займа с переменным купоном (ОФЗ-ПК), которая незначительно снизилась за рассматриваемый период с 30,5% до 29,5%. Около 2,6% (-0,3% с начала года) рынка занимает единственный выпуск облигаций федерального займа с индексированным номиналом (ОФЗ-ИН).

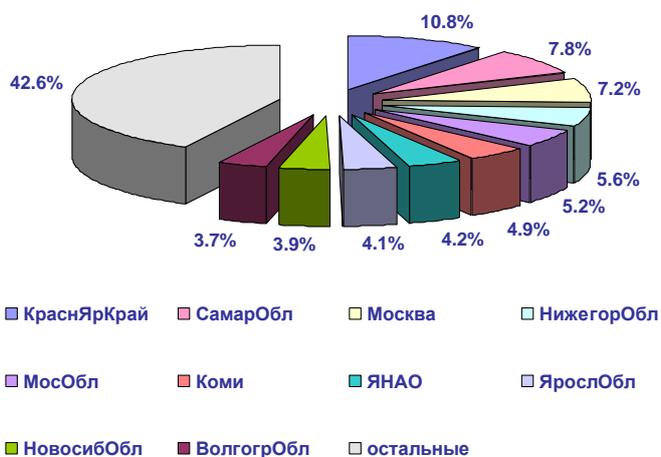
**Рисунок 2. Структура рынка федеральных облигаций**



Источник: расчеты БК «РЕГИОН».

На рынке субфедеральных и муниципальных облигаций на конец III квартала 2017г. были представлены 118 выпусков долговых ценных бумаг 45 эмитентов, в том числе 10 выпусков 6 органов местной власти. Максимальную долю рынка по объему в обращении (около 10,8%) по-прежнему занимают облигации Красноярского края. Второй по объему облигационных займов стала Самарская область с долей 7,8% рынка. Доля облигаций Москвы, которая не размещала свои долговые ценные бумаги с октября 2013г., сократилась до 7,2% (против 12% на начало текущего года и около 23% годом ранее). В число крупнейших региональных заемщиков на публичном рынке вошли Нижегородская (5,6%) и Московская (5,2%) области. Десять крупнейших региональных заемщиков представлены на графике.

**Рисунок 3. Структура рынка субфедеральных и муниципальных облигаций**



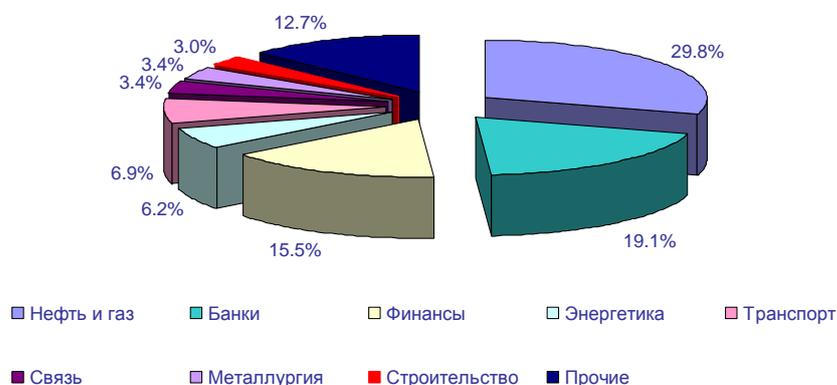
Источник: расчеты БК «РЕГИОН».

С точки зрения кредитного качества мы оцениваем долю облигаций региональных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) на уровне 47,9% от суммарного объема рынка против

42,8% на начало текущего года. Доля облигаций второго эшелона составляет, по нашим оценкам, 41,8% (на начало года 44,2%), третьего эшелона – 10,3% (13,0%).

На рынке корпоративных облигаций по итогам 9 месяцев 2017г. нефтегазовый сектор сохранил свое лидерство с долей 29,8%, опередив банковский сектор с долей 19,1%. Правда, при этом нельзя не отметить, что еще около 15,5% приходится на финансовый сектор (в котором наиболее широко представлены облигации ипотечных агентов, а также облигации лизинговых, страховых и других финансовых компаний). Из отраслей реального сектора высокие позиции занимают: транспорт и энергетика с долей порядка 6,9% и 6,2% соответственно; по 3,4% – связь и металлургия, около 3,0% - строительство. Доля облигаций эмитентов остальных отраслей составила около 12,7%. В качестве крупнейших заемщиков можно назвать: НК «Роснефть» (с долей 22,7%), РЖД (5,8%), ФСК ЕЭС (3,3%), ВЭБ и ВЭБ-лизинг (3,8%), Транснефть (2,2%), АИЖК (1,9%), и др.

**Рисунок 4. Отраслевая структура рынка корпоративных облигаций**



*Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН»*

С точки зрения кредитного качества мы оцениваем долю облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) на уровне 55,5% (54,7% на начало года) от суммарного объема рынка. Доля облигаций второго эшелона составляет, по нашим оценкам, 20,9% (на начало года 23,4%), третьего эшелона – 23,4% (на начало года - 21,9%). Рост доли третьего эшелона стал результатом наметившейся тенденции активизации заемщиков этого уровня на первичном рынке.

## Основные показатели первичного рынка

По нашим оценкам, объем первичных размещений рублевых облигаций за первые 9 месяцев 2017г. составил около 3 137,1 млрд. руб., превысив на 60,1% показатель за аналогичный период 2016г. При этом на долю ОФЗ пришлось 41,9% от общего объема размещений, на субфедеральные и корпоративные облигации – 2,4% и 55,6% соответственно (рис. 5).

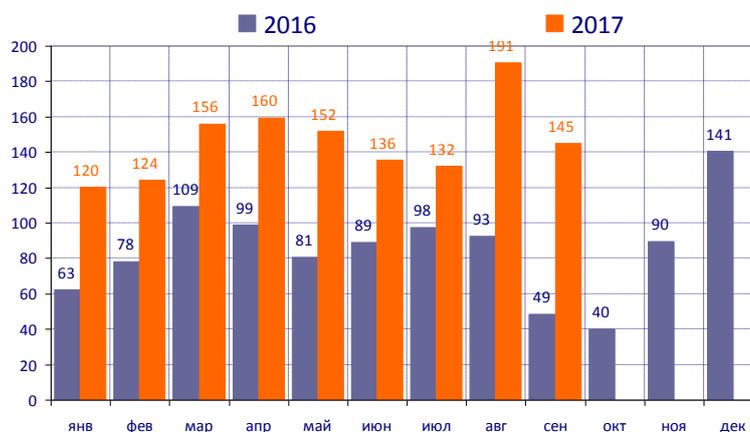
**Рисунок 5. Объем первичного размещения облигаций в 2011–2017гг., млрд. руб.**



Источники: Московская Биржа, расчеты БК «РЕГИОН»

Лучшую динамику показал **первичный рынок ОФЗ**, объем размещений на котором за 9 месяцев 2017г. составил около 1 315,5 млрд. руб., что на 73,1% больше, чем за аналогичный период предыдущего года. При этом в первом квартале т.г. эмитенту удалось выполнить план по привлечению на внутреннем рынке, разместив ОФЗ в объеме 400 млрд. руб. по номиналу. Во втором квартале объем размещений составил более 447 млрд. руб., однако квартальный план, установленный в объеме 500 млрд. руб., был выполнен на 89%. В третьем квартале 2017г. первоначальный план по размещению ОФЗ, установленный в объеме 400 млрд. руб., пришлось увеличивать на 85 млрд. руб. В результате фактический объем размещения по итогам третьего квартала составил около 467,7 млрд. руб. Максимальный месячный объем размещения, составивший около 191 млрд. руб., был зафиксирован в августе т.г.

**Рисунок 6. Объем размещения ОФЗ в 2016-2017гг., млрд. руб.**

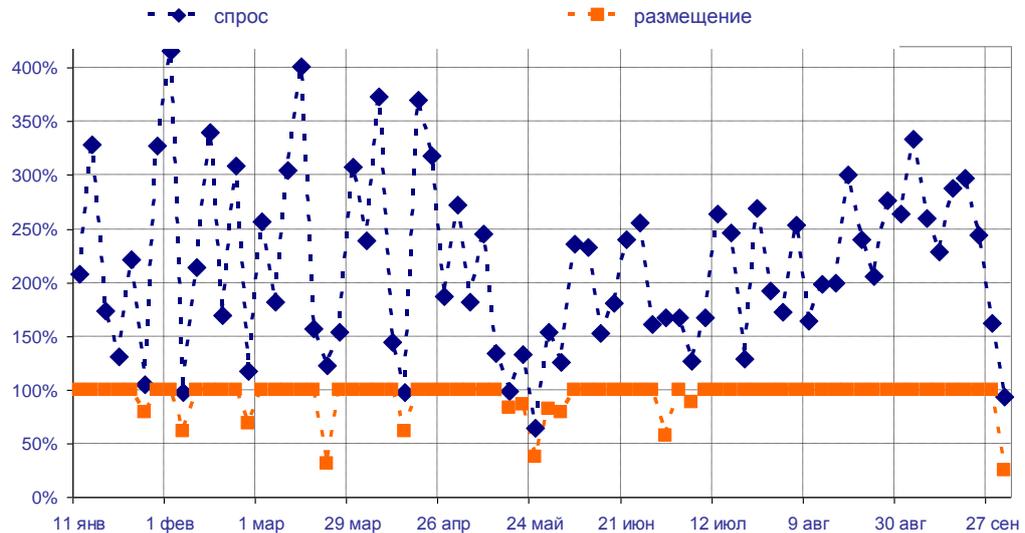


Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

Большая часть аукционов прошла при высоком спросе со стороны инвесторов, который в 2–4 раза превышал предложение (рис. 7). Вместе с тем конъюнктура первичного рынка не всегда была благоприятной для эмитента: наблюдались периоды слабого, но агрессивного спроса, когда Минфину РФ приходилось ограничивать объем размещения или предоставлять инвесторам дополнительную «премию». В последний раз это наблюдалось на последнем аукционе сентября.



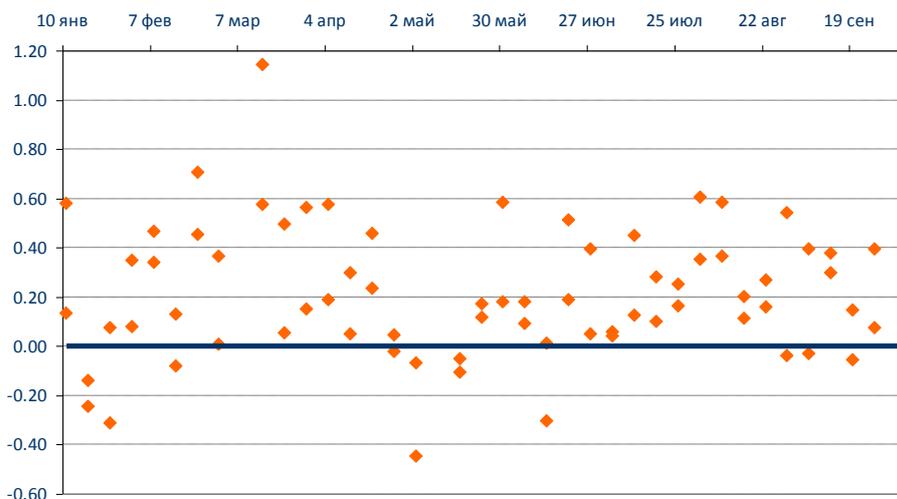
**Рисунок 7а. Объем спроса и размещения, в % от объема предложения ОФЗ**



Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

Росту внутренних заимствований Минфина РФ за первые 9 месяцев 2017г. способствовал спрос не только со стороны инвесторов – нерезидентов (об их операциях на рынке смотри ниже), но и со стороны российских инвесторов. Это объясняется тем, что участие в большей части аукционов, как и в прошлом году позволяло получить дополнительный доход от краткосрочных спекулятивных операций. Так, согласно статистике, после 81,9% (в 2016г. - 84%) аукционов наблюдался рост цен на вторичном рынке относительно цены отсечения прошедшего накануне аукциона. При этом в 15% из которых рост цен составлял более 0,5 п.п. В 29% случаев покупка на аукционах обеспечивала положительный результат в пределах 0,2-0,5 п.п., участие в 37,5% аукционах обеспечили рост цен в пределах от 0,02 до 0,2п.п.

**Рисунок 7б. Разница между ценой отсечения на аукционах по размещению ОФЗ и средневзвешенной ценой вторичного рынка на следующий после аукциона день в 2017г., п.п.**

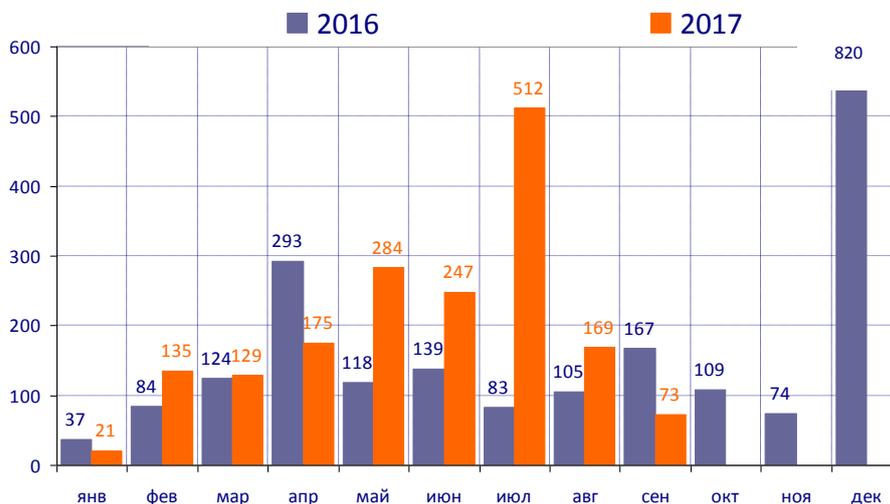


Источники: расчеты БК «РЕГИОН»



По итогам 9 месяцев 2017 г. объем **первичных размещений корпоративных облигаций** составил 1 745,7 млрд. руб. (без учета краткосрочных биржевых облигаций ВТБ), что на 51,8% выше объемов 9 месяцев 2016г., когда корпоративные заемщики привлекли на рынке 1500,2 млрд. руб.

**Рисунок 8. Объем размещения корпоративных облигаций в 2016-2017гг., млрд. руб.**



Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

После «зимнего» инвестиционного затишья период активных первичных размещений начался в апреле 2017г., продолжился в мае и июне и достиг своего пика в июле, когда, по нашим оценкам, было размещено облигаций на сумму порядка 512 млрд. руб., что составило почти треть (29,3%) от размещенного объема за 9 месяцев 2017г. При этом, правда, около 52% от размещения в июле пришлось на два выпуска облигаций НК «Роснефть». Наряду с макроэкономическими факторами (восстановление цен на нефть, укрепление рубля, снижение инфляции) росту активности также способствовали структурный профицит ликвидности в российской банковской системе и приход на рынок «новых денег» - средств НПФ в размере 234,4 млрд. руб.

Отчасти повышение активности на первичном долговом рынке было связано, в том числе, с рейтинговой реформой, реализация которой началась в 2015 году и на данный момент находится на завершающей стадии. Вследствие перехода российского регулирования с международных на национальные рейтинги, запланированного на 14 июля 2017 г., некоторые эмитенты сместили размещение облигаций на более ранний срок. В отношении первичного рынка, наиболее принципиальные нововведения, ставшие следствием реформирования рейтинговой отрасли, связаны с ужесточением правил инвестирования средств пенсионных накоплений.

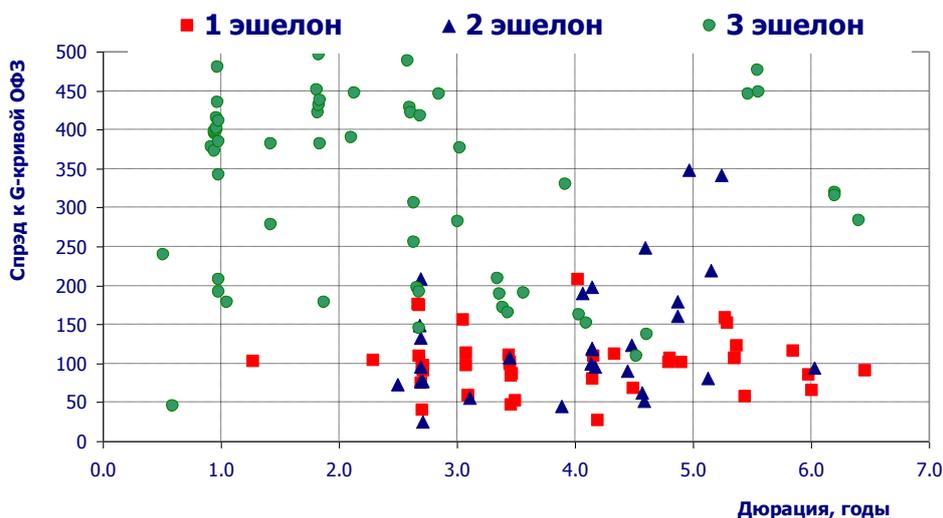
Во второй половине августа и первой половине сентября активность эмитентов на первичном рынке была крайне низкой, т.к. многие из них взяли «паузу» перед сентябрьским заседанием Банка России, на котором было запланировано рассмотрение вопроса о ключевой ставке. Неожиданное решение Банка России о снижении ключевой ставки на 50 б.п. привело к очередному оживлению на первичном рынке.

Одной из главных тенденций текущего года стало существенное сужение **спрэдов между доходностью корпоративных облигаций и ОФЗ**. Повышенный интерес рынка к первичным размещениям, наблюдавшийся весной 2017 г., привел к существенному сокращению спрэдов доходности корпоративных и суверенных облигаций. Если ранее инвесторы рассчитывали на премию по бумагам эмитентов 1 эшелона в диапазоне 90-150 б.п. (дюрация 1-5 лет), то весной «достаточным» диапазоном стали 70-90 б.п., а летом и в начале осени спрэды сузились до 40-70 б.п. При этом некоторые размещения, на наш взгляд, прошли еще более агрессивно. Например, ЕвроХим, ПБО-02 (ВВ-/-/ВВ) с премией к ОФЗ в размере 63 б.п., Лента, ПБО-01



(BB-/-/BB) с премией 69 б.п., РусГидро (BB+/Ba2/BB+), ПБО-05 с премией 35 б.п., Россети, ПБО-01 (BB+/Ba2/-) с премией 32 б.п., Газпром нефть, ПБО-02 (BB+/Ba1/BBV-) с премией 46 б.п.

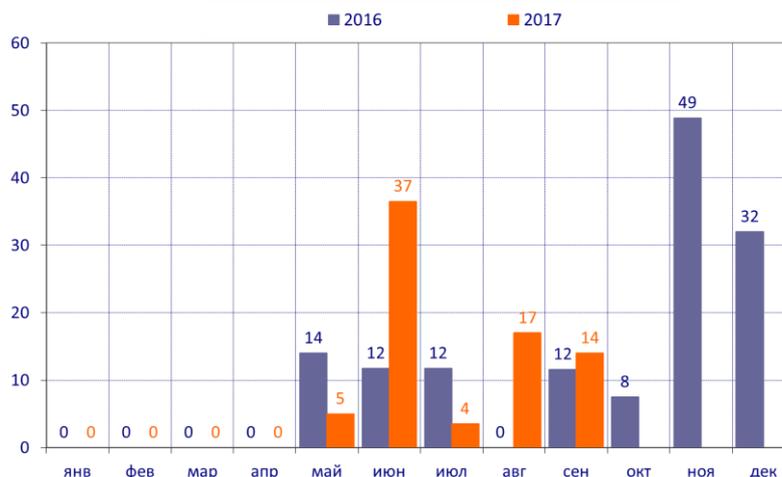
**Рисунок 9. Доходность первичных размещений корпоративных облигаций в январе-сентябре 2017г.**



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

На первичном рынке субфедеральных и муниципальных облигаций за 9 месяцев 2017г. общий объем размещений составил 78,50 млрд. руб., что на 60% превысило показатель аналогичного периода 2016г., при этом в течение 3 кв. 2017г. регионы разместили облигации на 36,98 млрд. руб. против 23,35 млрд. руб. годом ранее. Второе полугодие года традиционно является периодом высокой активности субфедеральных и муниципальных заемщиков: в 2015-2016гг. порядка 83% от общего годового объема первичных размещений региональных эмитентов приходилось на вторую половину года.

**Рисунок 11. Объем размещения субфедеральных облигаций в 2016-2017гг., млрд. руб.**



Источники: тоех.com, расчеты БК «РЕГИОН»

В текущем году, как и в прошлом, размещения субфедеральных заемщиков стартовали в мае с нового выпуска Республика Саха (Якутия) серии 35009 номинальным объемом 5 млрд. руб. Республика привлекла средства под 8,59% годовых, что соответствовало спреду к ОФЗ в размере 112 б.п. – минимальному за последние несколько лет.



Повышенный спрос инвесторов на риск субфедеральных заемщиков привел также к компрессии спрэдов на данном сегменте рынка. Для регионов-эмитентов первого эшелона они ограничиваются сейчас 40-60 б.п., в то время как в прошлом году были больше 100 б.п. Средне медианное значение спреда к суверенной кривой по всему спектру эмитентов за 9 мес. 2016 года составляло 150 б.п., за 9 мес. 2017 года – всего 86 б.п.

Основные параметры размещений субфедеральных и муниципальных облигаций за 9 мес. 2017 г. представлены в таблице и на «карте» рынка первичных размещений (рис. 12).

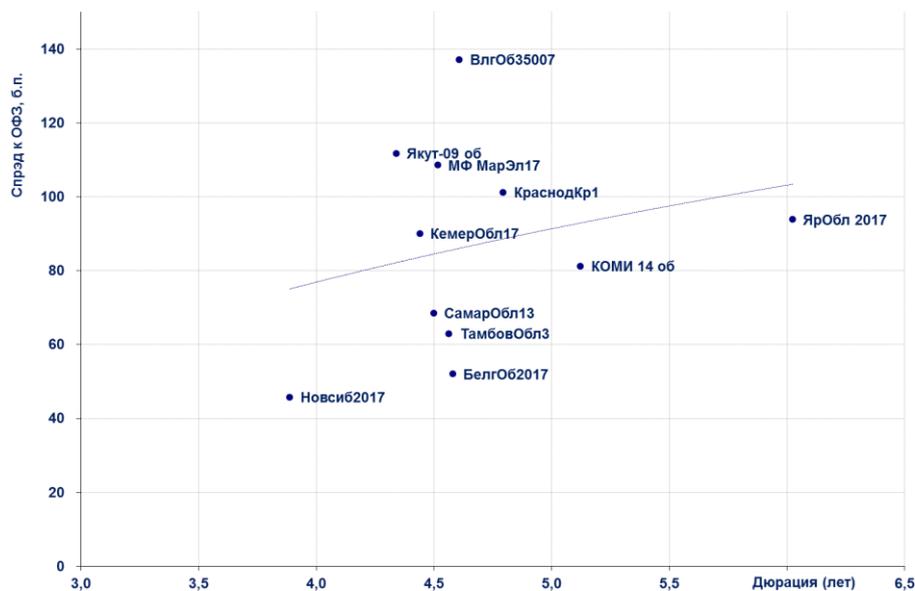
**Таблица. Основные итоги размещения субфедеральных облигаций за 9 мес. 2017г.**

Эмитент	Выпуск	Дата размещения	Дата погашения	Объем выпуска, млн.руб.	Объем размещ., млн. руб.	Первый купон, %	Доходность, %	Дюрация, лет	Спрэд к ОФЗ, б.п.	S&P's / Moody's / Fitch / АКРА / RAEX
Саха (Якутия)	35009	18.05.2017	16.05.2024	5 000	5 000	8,59	8,87	4,34	112	BB/- / BBB-/- / -
Ярослав. обл.	35015	01.06.2017	20.04.2027	7 500	7 500	8,40	8,64	5,98	94	- / - / BB / - / -
Волгоград. обл.	35007	02.06.2017	31.05.2024	10 000	10 000	9,40	9,14	4,60	137	- / - / - / BBB-(RU) / -
Самар. обл.	35013	09.06.2017	02.06.2024	10 000	10 000	8,19	8,45	4,60	69	BB / Ba3 / - / A+(RU) / -
Белгород. обл.	35011	20.06.2017	11.06.2024	4 000	4 000	8,25	8,51	4,60	52	- / - / BB / A+(RU) / -
Коми	35014	27.06.2017	25.06.2024	10 000	5016,5	8,40	8,67	5,12	76	- / B1 / BB / BBB(RU) / -
Тамбов. обл.	35003	12.07.2017	12.07.2024	3 500	3 500	8,40	8,66	4,20	61	- / - / BB+ / BBB+(RU) / -
Краснодар. край	35001	11.08.2017	09.08.2024	10 000	10 000	8,60	8,88	4,79	100	- / B1 / BB / - / ruA+
Марий Эл	35008	30.08.2017	21.08.2024	2 000	2 000	8,60	8,88	4,52	106	- / B1 / BB / - / -
Коми*	35014	30.08.2017	25.06.2024	4 984	4 984	8,40	8,67	4,95	86	- / B1 / BB / BBB(RU) / -
Ярослав. Обл.*	35015	22.09.2017	20.04.2027	2 500	2 500	8,40	8,33	5,7	70	- / - / BB / -
Кемеров. обл.	35002	26.09.2017	26.09.2024	9 000	9 000	8,20	8,45	4,4	90	- / - / BB- / BBB(RU)
Новосиб. обл.	34018	28.09.2017	27.09.2022	5 000	5 000	7,85	8,09	3,89	46	- / - / BBB- / - / -

\* доразмещение

Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

**Рисунок 12. Карта рынка первичных размещений субфедеральных облигаций в 2017г.**



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

Согласно данным Минфина, по состоянию на 30.08.2017 г. с начала 2017 года было зарегистрировано 37 выпусков региональных облигаций. О планах по выходу с новыми займами в ближайшие месяцы ранее заявляли Красноярский край, Республика Бурятия, Тюменская, Самарская, Свердловская, Новосибирская и Нижегородская области.

### Пересмотр суверенных рейтингов

В течение 2017 года в результате плановых пересмотров суверенных кредитных рейтингов России агентства «большой тройки» предприняли следующие действия:

- 17 февраля 2017 г. агентство Moody's улучшило прогноз суверенного рейтинга с «негативного» до «стабильного», сохранив его на уровне «Ba1»;
- 17 марта 2017 г. агентство Standard & Poor's улучшило прогноз суверенного рейтинга со «стабильного» до «позитивного», рейтинг «BB+» сохранен;
- 31 марта 2017 г. агентство Fitch сохранило «стабильный» прогноз суверенного рейтинга, сохранив рейтинг «BBB-»;
- 16 сентября 2017 г. агентство Standard & Poor's улучшило прогноз суверенного рейтинга с «негативного» до «стабильного», сохранив рейтинг «BB+»;
- 22 сентября 2017 г. агентство Fitch улучшило прогноз суверенного рейтинга со «стабильного» на «позитивный», сохранив рейтинг «BBB-».

### Обороты вторичного рынка

По итогам 9 месяцев 2017г. объем биржевых сделок с рублевыми облигациями превысил 8,869 трлн. руб., что на 25% выше показателя за аналогичный период 2016г. При этом максимальный рост объема сделок, составивший 37,5% к показателю предыдущего года и обусловленной низкой базой прошлого года, продемонстрировали корпоративные облигации, биржевой оборот по которым превысил 4,294 трлн. руб. На 19,9% к уровню первой половины предыдущего года вырос объем биржевых торгов с ОФЗ, составивший в текущем году более 4,409 трлн. руб. Единственным сектором рублевого долгового рынка, объем сделок в котором существенно уступил результату аналогичного периода предыдущего года, стали субфедеральные облигации. Объем сделок с данными ценными бумагами составил около 166,2 млрд. руб., что на 43% ниже показателя за аналогичный период предыдущего года (рис. 14).

**Рисунок 13. Объем биржевых сделок с облигациями в 2012–2017гг., млрд. руб.**



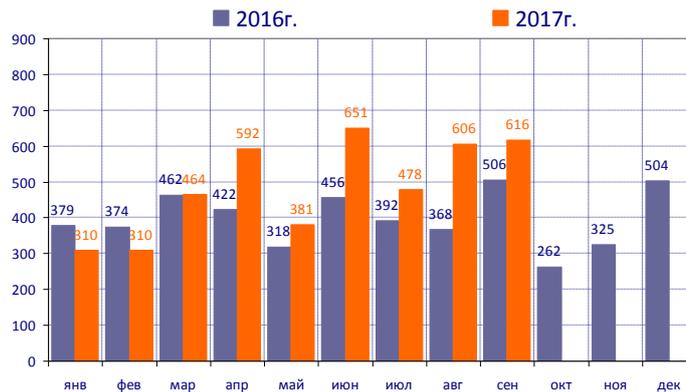
Источники: тоех.com, расчеты БК «РЕГИОН»

Как и в прошлом году, объем биржевых торгов с ОФЗ вновь превысил показатель по корпоративным облигациям: доля ОФЗ в суммарном объеме за 9 месяцев 2017г. с государственными облигациями составила 49,7% против 48,4% по корпоративному долгу (51,8% против 44,0% за аналогичный период 2016г.). На долю сделок с субфедеральными и муниципальными облигациями пришлось всего 1,9% от суммарного оборота против 4,1% по итогам аналогичного периода 2016г.



Среди обращающихся на текущий момент ОФЗ наиболее активно торговался выпуск ОФЗ-ПК 29006 с погашением в январе 2025г., суммарный объем сделок с которым на основной сессии и в РПС Московской биржи в третьем квартале 2017г. составил около 175,75 млрд. руб. или около 10,6% от суммарного объема биржевых сделок с облигациями федерального займа. Второй результат с объемом 174,52 млрд. руб. (10,5% от суммарного) был зафиксирован по самому долгосрочному выпуску ОФЗ-ПД 26221 с погашением в марте 2033г. В пятерку наиболее ликвидных выпусков с долей в пределах 7,0-7,9% вошли выпуски ОФЗ-ПД 26207 с погашением в 2027г. и 26212 и выпуск ОФЗ-ПК 29012 с погашением в 2022г..

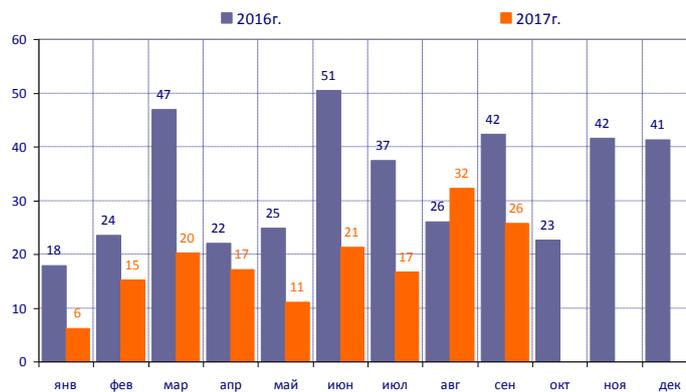
**Рисунок 14. Объем торгов с ОФЗ в 2016-2017гг., млрд. руб.**



Источники: тоех.com, расчеты БК «РЕГИОН»

На вторичном рынке субфедеральных облигаций максимальную ликвидность за 9 месяцев 2017г. показал выпуск МосОбл2016, объем сделок с которым на основной сессии и в РПС Московской биржи составил около 9,824 млрд. руб. или 13,1% от суммарного объема сделок с региональными облигациями. Порядка 9,8 и 6,8 млрд. руб. (с долей около 9,8% и 6,8% рынка) составили обороты по облигациям КраснодарКр1 и КОМИ 14 об. Четвертое место (с оборотом около 2,95 млрд. руб. или 3,9% рынка) и пятое место (с оборотом 2,922 млрд. руб. или 3,9% рынка) заняли выпуск Москвы 48-й серии и БелгОб2017. При этом на долю 10 наиболее активно торгуемых выпусков пришлось около 54,2 от суммарного оборота по субфедеральным и муниципальным облигациям на Московской бирже.

**Рисунок 15 Объем торгов с субфедеральными облигациями в 2016-2017гг., млрд. руб.**



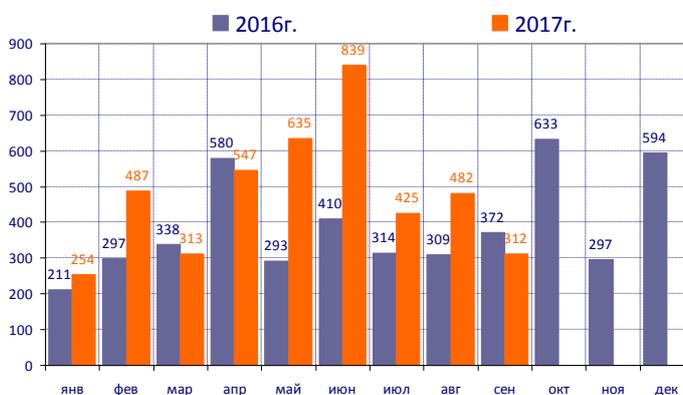
Источники: тоех.com, расчеты БК «РЕГИОН»

В третьем квартале 2017г. среди корпоративных облигаций наибольший биржевой оборот в размере 37,45 млрд. руб. (3,5% от суммарного оборота по корпоративным облигациям) был зафиксирован по выпуску ОткрХОЛБП1. Второе место занимает выпуск НК «Роснефть» (Роснфт1Р4), объем сделок с которым составил около 25,81 млрд. руб. или 8,6% от суммарного объема. При этом на долю 10 наиболее



активно торгуемых выпусков пришлось около 21,4% от суммарного оборота по корпоративным облигациям на Московской бирже, а половина суммарного оборота пришлась на сделки с 47 выпусками.

**Рисунок 16** Объем торгов с корпоративными облигациями в 2016-2017гг., млрд. руб.

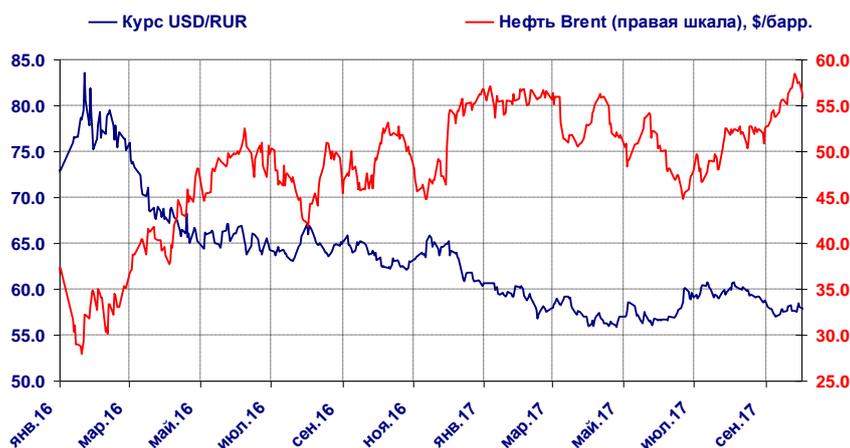


Источники: тоех.com, расчеты БК «РЕГИОН»

### Конъюнктура рынка рублевых облигаций

При общем снижении доходности рублевых облигаций по итогам 9 месяцев 2017г. ситуация на рынке в течение рассматриваемого горизонта не была однозначной. Под влиянием внешних и внутренних факторов, среди которых можно выделить, прежде всего, динамику цен на нефть и курса рубля, периоды бурного роста цен на облигации сменялись периодами негативной коррекции и бокового тренда.

**Рисунок 17.** Официальный курс рубля и котировки фьючерсов на нефть марки Brent



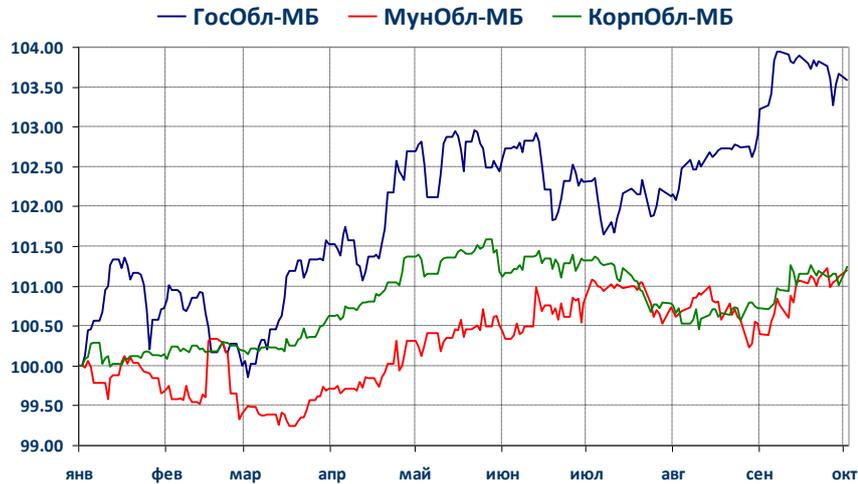
Источники: Банк России, REUTERS, БК «РЕГИОН»

В течение 9 месяцев 2017г. поддержку рынку рублевых облигаций оказывало укрепление курса рубля, который практически «отвязался» от динамики нефтяных цен, демонстрировавших высокую волатильность в рассматриваемый период. Только существенный провал нефтяных котировок к уровню 45 долларов за баррель, наблюдаемый в июне, привел к резкому ослаблению рубля, на которое не могли не обратить свое внимание участники рынка рублевых облигаций. Тем не менее, коррекция рубля была не глубокой и краткосрочной: уже в августе наметилась новая тенденция к укреплению национальной валюты.



На рынке ОФЗ ценовое «ралли» наблюдалось несколько раз: в начале января, с начала марта до конца мая, а также в августе с ускорением в начала сентября.

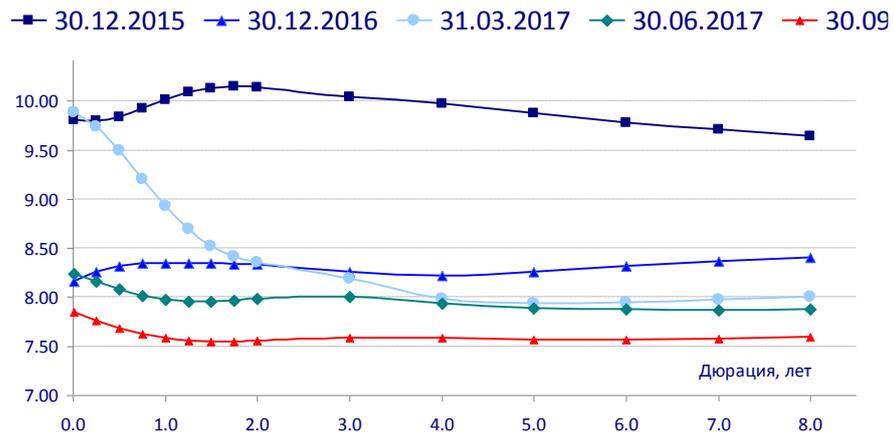
**Рисунок 18.1. Динамика приведенных ценовых индексов МБ в 2017г.**  
(значение на 01.01.2017г.=100)



Источники: moex.com, БК «РЕГИОН»

В результате доходность средне- и долгосрочных выпусков ОФЗ плавно снижалась и к концу третьего квартала 2017г. достигла своих минимальных уровней за последние три года в пределах 7,5-7,7% годовых практически на всей «кривой».

**Рисунок 18.2. G-кривая бескупонной доходности ОФЗ в 2016 – 2017гг.**



Источники: moex.com, БК «РЕГИОН»

Говоря о конъюнктуре рынка ОФЗ, нельзя не отметить сохраняющееся влияние операций на нем инвесторов – нерезидентов. По данным Банка России, по состоянию на 1 сентября 2017г. доля нерезидентов на рынке ОФЗ составляла 31,6%. Номинальный объем гособлигаций, принадлежащих нерезидентам, составлял 2,032 трлн. рублей при общем объеме рынка ОФЗ 6,423 трлн. руб. По состоянию на 1 января 2017 года при общем объеме рынка в 5 633 трлн. рублей номинальный объем ОФЗ, принадлежащих нерезидентам, достиг 1,517 трлн. рублей или 26,9%. Таким образом, прирост с начала года составил 515 млрд. руб. при росте рынка ОФЗ в целом на 790 млрд. руб., т.е. инвесторы – нерезиденты обеспечили 65,2% увеличения рынка.



Рисунок 19. Доля и объем вложений нерезидентов на рынке ОФЗ



Источники: Банк России, БК «РЕГИОН»

В течение первых 9 месяцев 2017г. одним из главных факторов, оказывающих положительное влияние на динамику рублевых облигаций, были данные по инфляции. В течение первых четырех месяцев наблюдалось резкое снижение годовых темпов инфляции, в результате которого в апреле – мае т.г. инфляция закрепились на новом минимальном уровне 4,1% год к году. После небольшого роста (до 4,4%) в июне в последующие три месяца инфляция вновь устремилась вниз и достигла по итогам сентября уровня в 3,0% год к году (1,7% с начала года). В результате регулятор не мог не учитывать этот факт при рассмотрении вопроса о ключевой ставке, которая по итогам четырех заседаний Банка России была снижена на 150 б.п. до 8,50%. Каждое снижение ключевой ставки на 25 или 50 б.п. находило свое отражение в динамике процентных ставок и доходности на рынке рублевых облигаций.

Рисунок 21. Годовая инфляция и ключевая ставка Банка России, %



Источники: Банк России, Росстат.

Рост котировок и снижение доходности на рынке корпоративных и субфедеральных облигаций в текущем году продолжались на фоне не только снижения ключевой ставки, но и в результате дальнейшего сужения спреда к ОФЗ. Прежде всего, спросом пользовались долгосрочные бумаги заемщиков с высоким



кредитным качеством. По итогам 9 месяцев 2017г. согласно индексам агентства «Сbonds.ru» средняя доходность субфедеральных и корпоративных облигаций снизилась на 89 и 118 б.п. соответственно против 48 б. п. в среднем по ОФЗ.

**Рисунок 22. Средняя доходность рублевых облигаций и ключевая ставка ЦБ РФ в 2016 г.**



Источники: Банк России, индексы облигаций агентства Cbonds.ru, БК «РЕГИОН»

### Инвестиционная привлекательность

По итогам первых трех кварталов 2017г. индекс совокупного дохода ОФЗ, рассчитываемый Московской Биржей, прибавил 9,40%, в то время как индекс корпоративных облигаций показал рост на 8,26%. Вложения в субфедеральные облигации принесли доход в размере 6,56%. Несмотря на то, что доходы от вложений в ОФЗ, корпоративные и субфедеральные облигации вновь снизились по сравнению с результатами за предыдущие два года, тем не менее они в 4,0-5,5 раз превысили уровень инфляции с начала года. При этом инвестиции на фондовом рынке впервые за последние два с половиной года оказались убыточными, существенно уступив показателям долгового рынка.

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

Инструмент	Период					
	9м2017	2016	2015	2014	2013	2012
<b>Рынок облигаций</b>						
Государственные (ОФЗ)	9.40%	14.98%	29.38%	-14.36%	3.80%	14.65%
Субфедеральные	6.56%	12.03%	16.17%	-4.49%	7.79%	7.46%
Корпоративные	8.26%	10.97%	18.56%	-1.43%	8.81%	8.57%
<b>Рынок акций</b>						
Индекс ММВБ	-6.18%	25.69%	26.12%	-9.32%	4.43%	5.17%
<b>Валютный рынок</b>						
долл. США	-4.35%	-16.77%	22.99%	81.06%	7.76%	-5.14%
евро	7.27%	-19.93%	16.61%	51.97%	11.79%	-2.85%
бивалютная корзина	1.02%	-18.27%	19.33%	66.45%	9.85%	-3.96%
<b>Инфляция (справочно)</b>						
ИПЦ	1.70%	5.40%	12.90%	11.40%	6.50%	6.60%

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

### Перспективы второй половины 2017 года

Ситуация на рынке рублевых облигаций до конца 2017г. будет складываться под влиянием многих внешних и внутренних факторов, действие большинства из которых наблюдалось еще в первые девять месяцев и может сохраниться не только до конца текущего года, но и на более длительную перспективу.

Среди внешних факторов можно выделить: геополитические риски в связи с продлением и ужесточением санкций против России, непредсказуемость экономической политики после прошедших год назад президентских выборов в США, неопределенность в отношении дальнейшей денежно-кредитной политики ведущих центральных банков (прежде всего ФРС США, ЕЦБ, Банка Англии, Банка Японии), отсутствие уверенности в сохранении договоренности между членами ОПЕК и независимыми странами – экспортерами нефти по снижению ее добычи до конца 2018г., и соответственно, отсутствие ясной динамики цен на нефть.

Что касается возможного влияния внутренних факторов, то нельзя не отметить отсутствие однозначных ответов на многие вопросы. Сможет ли экономика страны закрепиться на траектории устойчивого роста? Как будет в дальнейшем исполняться федеральный бюджет? Сможет ли Минфин РФ полностью разместить ОФЗ в рамках планируемого объема чистых внутренних заимствований на 2018г., если произошедшее в текущем году существенное снижение процентных ставок снизит интерес к гособлигациям со стороны иностранных инвесторов. Если выход нерезидентов из госбумаг будет носить массовый характер, как это может отразиться на ставках рублевых облигаций? Как долго продлится проведение Банком России умеренно жесткой денежно-кредитной политики Банка России, когда и на сколько стоит ждать дальнейшего снижения ключевой ставки в 2018г.?

Вместе с тем, в качестве основного сценария развития ситуации на рынке облигаций до конца 2017г. мы сохраняем наш базовый или оптимистичный сценарий, отдельные показатели которого нами были актуализированы с учетом текущего состояния (выделены красным цветом).

#### Прогноз основных макроэкономических показателей в 2017г.

Параметры	Базовый сценарий
Нефть Brent, \$/баррель	55,0 - 60,0
Курс, \$/руб.	58,0 - 62,0
Инфляция, %, г/г	2,7-2,8
Ключевая ставка ЦБ РФ, % годовых	7,75 - 8,00
Доходность ОФЗ, 10 лет	7,00 - 7,50
Доходность субфедеральных облигаций, 1 эшелон	8,00 - 8,10
Доходность корпоративных облигаций, 1 эшелон	7,50-8,00

#### Допущения, принятые в сценариях

	Базовый сценарий
Геополитический фон	Нейтральный / Умеренно позитивный
Нефть	Члены ОПЕК и страны экспортеры выполняют договоренности о снижении добычи, улучшается баланс спроса и предложения
Курс рубля	Высокие цены на нефть – основа поддержки рубля. ФРС США поднимает ставку один - два раза. ЕЦБ и Банк Японии сохраняют мягкую денежно-кредитную политику
Инфляция	Инфляция снижается по более «крутой» траекторией, обеспечивающей не только более быстрое достижение цели Банка России, но и ее опережение
Ключевая ставка	В течение года плавное снижение в пределах 200-225 б.п. Обеспечение условий в следующем году выхода на спрэд 250 -300 б.п. к инфляции



**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**

**Екатерина Шильева (доб. 253, shilyaeva@region.ru )**  
**Татьяна Тетеркина (доб. 112, Teterkina@region.ru )**

**ОТРАСЛЕВАЯ АНАЛИТИКА**

**Валерий Вайсберг (доб.192, vva@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.