



АЛЕКСАНДР ЕРМАК

главный аналитик долговых рынков Брокерской компании «РЕГИОН»

РЫНОК РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ: ПРЕДВАРИТЕЛЬНЫЕ ИТОГИ 2016 ГОДА

В 2016 г. СИТУАЦИЯ НА РЫНКЕ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ БЫЛА НЕОДНОЗНАЧНОЙ: ПЕРИОДЫ НЕГАТИВНОЙ ДИНАМИКИ ЦЕН СМЕНЯЛИСЬ БЛАГОПРИЯТНОЙ КОНЪЮНКТУРОЙ ПОД ВЛИЯНИЕМ ЦЕЛОГО РЯДА ВНЕШНИХ И ВНУТРЕННИХ ФАКТОРОВ. ПРИ ЭТОМ В ЦЕЛОМ ПО ИТОГАМ ГОДА НАБЛЮДАЛСЯ РОСТ БОЛЬШИНСТВА КОЛИЧЕСТВЕННЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПРИ ОБЩЕМ СОКРАЩЕНИИ ДОХОДНОСТИ В СРЕДНЕМ В ПРЕДЕЛАХ 0,9–1,9 п. п. для разных сегментов рынка. В 2017 г. МНОГИЕ ФАКТОРЫ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ СОХРАНЯТСЯ, ЧТО МОЖЕТ НЕГАТИВНО ОТРАЗИТЬСЯ НА РЫНКЕ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ. ТЕМ НЕ МЕНЕЕ ОЖИДАНИЯ ДАЛЬНЕЙШЕГО ПОВЫШЕНИЯ ОСНОВНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ, СНИЖЕНИЯ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК И КАЧЕСТВЕННОГО РАЗВИТИЯ РЫНКА ОСТАЮТСЯ.

ОБЪЕМ И СТРУКТУРА РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ В ОБРАЩЕНИИ

По итогам 11 мес. 2016 г. общий объем рынка рублевых облигаций увеличился на 8,57% по сравнению с началом года и составил более 14,746 трлн руб. При этом объем ОФЗ в обращении вырос на 9,74% и превысил 5,54 трлн руб. На 8,57% расширился объем в обращении корпоративных облигаций, составив по итогам отчетного периода около 8,75 трлн руб. Снижение на 2,5% было зафиксировано по субфедеральным облигациям, объем в обращении которых достиг порядка 453,3 млрд руб. Можно

отметить, что темпы увеличения объема обращающихся облигаций несколько замедлились по сравнению с предыдущим годом — как в целом, так и по отдельным сегментам. Так, например, в 2015 г. рынок рублевых облигаций в целом прибавил 12,8%, при этом объем корпоративных облигаций за год показал +21,8%, а объем облигаций федерального займа — +11,25%.

В результате структура рынка рублевых облигаций существенно не изменилась: доля облигаций федерального займа увеличилась до 37,58% против 37,18% в начале года. Доля корпоративных облигаций снизилась на 0,06% и составила 59,31%. Доля субфедеральных облигаций

уменьшилась с начала года на 0,35%, показав очередной исторический минимум в размере 3,07% против 3,42% на начало 2016 г. (и против отметки 9–10% в 2004–2005 гг.) — рис. 1.

На рынке государственных облигаций основная доля в размере около 54,5% (+0,2% с начала года) приходится на облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД). С 15,8% в начале года до 12,4% (-3,4%) снизилась доля облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД), что произошло в результате планового погашения и проводимого Минфином РФ обмена неликвидных выпусков ОФЗ-АД на ликвидные выпуски. Продолжает расти доля облига-

ций федерального займа с переменным купоном (ОФЗ-ПК), которые появились на рынке в начале 2015 г. и поднялись до 30,2% на начало декабря текущего года (+3,2% с начала года). Около 3,0% (+0,1%) рынка занимает единственный выпуск облигаций федерального займа с индексированным номиналом (ОФЗ-ИН) — рис. 2.

На рынке субфедеральных и муниципальных облигаций на начало декабря 2016 г. были представлены 118 выпусков долговых ценных бумаг 44 эмитентов, в том числе 14 выпусков 6 органов местной власти. Впервые в современной истории рынка субфедеральных облигаций сменился бессменный лидер, в качестве которого выступала Москва. Максимальную долю рынка по объему в обращении (около 13,3%) заняли облигации Красноярского края. Доля облигаций Москвы, которая не размещала свои долговые ценные бумаги с октября 2013 г., сократилась до 12,6% (против более 23% на начало текущего года). В число крупнейших региональных заемщиков на публичном рынке также вошли Самарская (7,0%) и Нижегородская (6,9%) области. Вернувшаяся после восьмилетнего перерыва Московская область сразу попала в пятерку крупнейших заемщиков с долей 5,5% от суммарного объема облигаций в обращении (рис. 3).

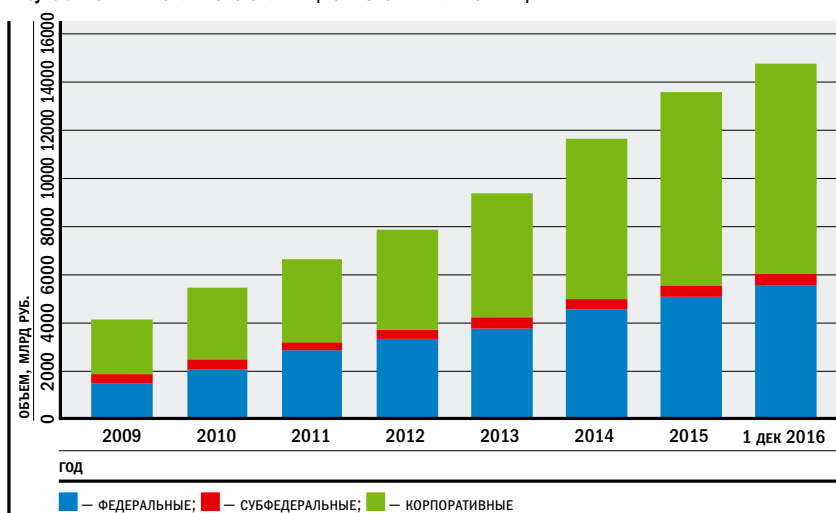
На рынке корпоративных облигаций во второй половине 2016 г. впервые в истории нефтегазовый сектор с долей 22,2% превзошел банковский — 21,5%. Правда, при этом нельзя не отметить, что еще около 17,8% приходится на финансовый сектор (в котором наиболее широко представлены облигации ипотечных агентов, а также облигации лизинговых, страховых и других компаний). Из отраслей реального сектора высокие позиции занимают транспорт и энергетика с долями порядка 7,6 и 7,4% соответственно; 3,8 и 3,6% — связь и металлургия. Доля облигаций эмитентов остальных отраслей — всего около 23,4%. В качестве крупнейших заемщиков можно назвать: «Роснефть», ВЭБ, АИЖК, «РЖД», ФСК ЕЭС, РСХБ, «Газпром нефть» и др. (рис. 4).

ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ПЕРВИЧНОГО РЫНКА

По нашим оценкам, объем первичных размещений рублевых облигаций за 11 мес. 2016 г. составил около 2325,6 млрд руб., что всего на 0,8% меньше показателя за весь прошлый год (рис. 5).

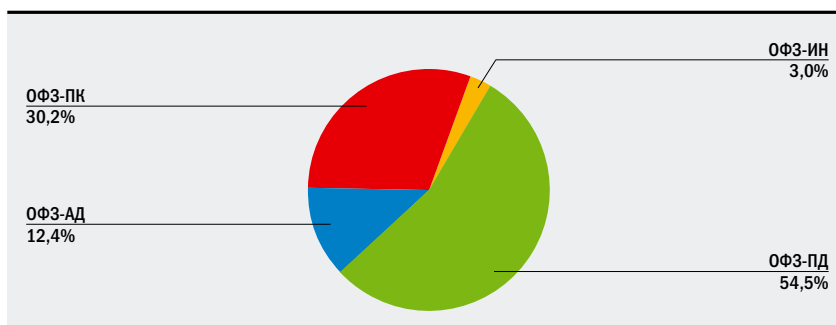
Наилучшую динамику показал первичный рынок ОФЗ, объем размещений которых за 11 мес. 2016 г. составил бо-

Рисунок 1. ОБЪЕМ РУБЛЕВОГО ОБЛИГАЦИОННОГО РЫНКА В ОБРАЩЕНИИ



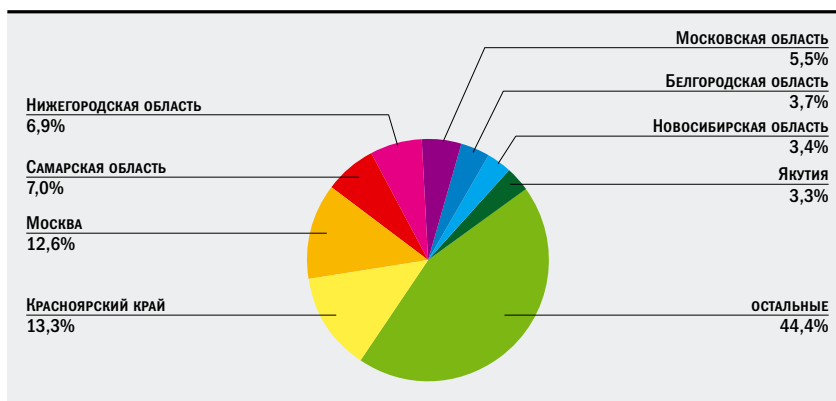
Источник: Расчеты БК «РЕГИОН».

Рисунок 2. СТРУКТУРА РЫНКА ФЕДЕРАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ



Источник: Расчеты БК «РЕГИОН».

Рисунок 3. СТРУКТУРА РЫНКА СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ



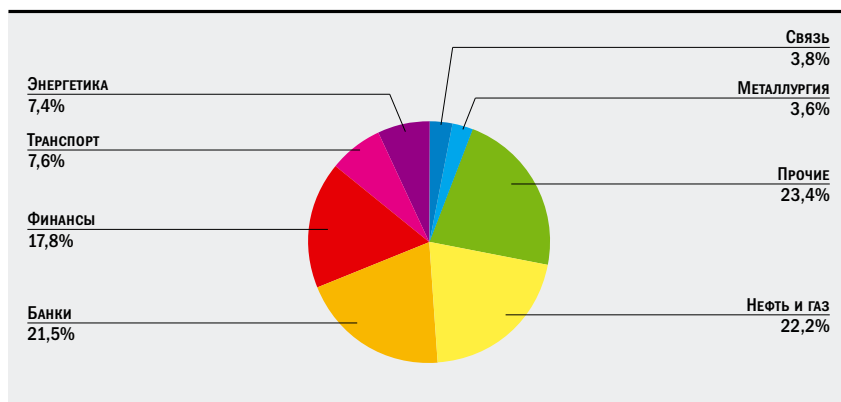
Источник: Расчеты БК «РЕГИОН».

лее 887,5 млрд руб., что на 25,2% больше, чем за 2015 г. в целом. При этом в конце октября — начале ноября Минфин РФ, выбрав практически полностью лимит привлечения внутренних заимствований, был вынужден сократить объем своего предложения. Принятые в конце ноября поправки в федеральный бюджет на 2016 г. позволяют увеличить объем внутренних заимствований с 300 до 500 млрд руб., что, несомненно, положительно скажется на активности эмитента в последний месяц 2016 г. С учетом

вышесказанного, мы не исключаем, что рост первичного размещения ОФЗ в текущем году может достичь 45–50% к уровню предыдущего года.

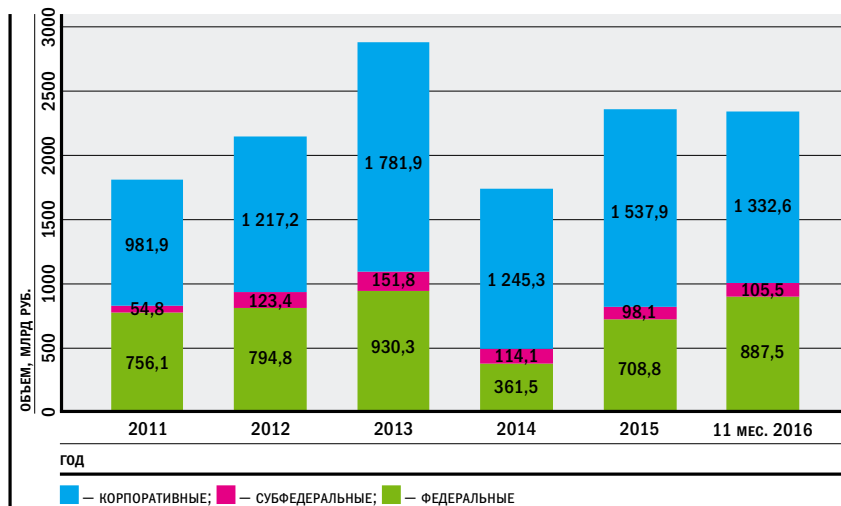
Большая часть размещений прошла при высоком спросе со стороны инвесторов, который в 2–4 раза опережал предложение. Вместе с тем конъюнктура первичного рынка не всегда была благоприятной для эмитента: наблюдались периоды слабого, но агрессивного спроса, когда Минфину РФ приходилось ограничивать объем размещения или предо-

Рисунок 4. ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ



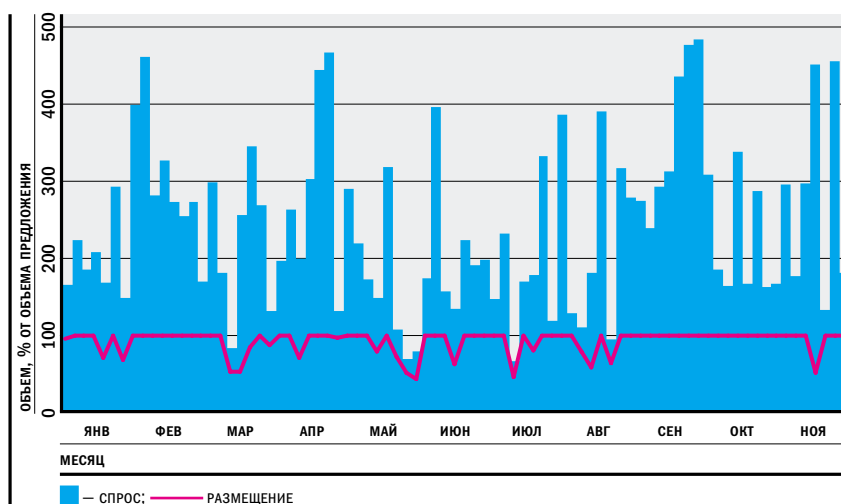
Источник: Оценка и расчеты БК «РЕГИОН».

Рисунок 5. ОБЪЕМ ПЕРВИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ ОБЛИГАЦИЙ В 2011–2016 ГГ.



Источники: Московская Биржа, расчеты БК «РЕГИОН».

Рисунок 6. ПЕРВОНАЧАЛЬНЫЙ СПРОС И РАЗМЕЩЕНИЕ



Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН».

ставлять инвесторам дополнительную «премию» (рис. 6).

По итогам 11 мес. 2016 г. объем первичных размещений корпоративных облигаций составил более 1,332 трлн руб., что всего на 13,3% хуже показателя за весь 2015 г. Но с учетом прошедших в на-

чале и запланированных до конца декабря размещений их общий объем за 2016 г. может превысить результат предыдущего года на 35–40%. При этом продолжает расти интерес эмитентов к биржевым облигациям, в том числе выпущенным в рамках программы биржевых облига-

ций. Доля размещенных биржевых облигаций по итогам 11 мес. 2016 г. — более 80% против 70% в 2015 г.

Максимальная активность за первые 11 мес. наблюдалась в апреле, когда, по нашим оценкам, было размещено облигаций на сумму около 300 млрд руб. (с учетом дополнительных выпусков и вторичного размещения — около 337 млрд руб.), что является третьим результатом за всю историю рынка корпоративных облигаций. Второй всплеск активности отмечался в сентябре 2016 г., когда объем всех размещений составил около 200 млрд руб. Основной причиной столь высокой активности эмитентов, очевидно, было быстрое снижение процентных ставок до начала и во время этих периодов.

Основная доля «рыночных» размещений пришлось на долговые бумаги крупнейших компаний реального сектора экономики хорошего кредитного качества, о чем свидетельствовало снижение спредов к ОФЗ до уровня 60–90 б. п. Многие инвесторы на фоне замедления инфляции, падения ставок на денежном рынке и ожиданий снижения в средне- и долгосрочной перспективе ключевой ставки Банком России готовы были вкладываться в облигации на срок до 3–5 и более лет. Максимальные сроки размещения были увеличены до 7–10 лет. Но при этом некоторые эмитенты, размещая относительно долгосрочные (и нередко «клубные») выпуски, предусматривали по ним *call*-опционы на более короткий период.

Отдельно хотелось отметить размещенный в июле на Московской Бирже выпуск ВЭБа, номинированный в долларах США, но с расчетами в рублях. При объеме предложения в 600 млн долл. спрос составил более 1 млрд долл., а ставка купонов на 5-летний срок обращения была снижена до 4,9% годовых с начального маркируемого диапазона 5,50–5,75% годовых (рис. 7).

На первичном рынке субфедеральных и муниципальных облигаций за 11 мес. 2015 г. общий объем размещений (включая доразмещения обращающихся выпусков) составил 105,495 млрд руб., что уже на 7,6% выше показателя за весь 2015 г. С учетом размещенных в начале и запланированных до конца декабря выпусков мы ожидаем рост объема первичного рынка субфедеральных и муниципальных займов на 55–60% к показателю 2015 г.

Пионером на первичном рынке среди региональных заемщиков стала Республика Саха (Якутия), разместив в мае текущего года заем в 5,5 млрд руб. Раз-

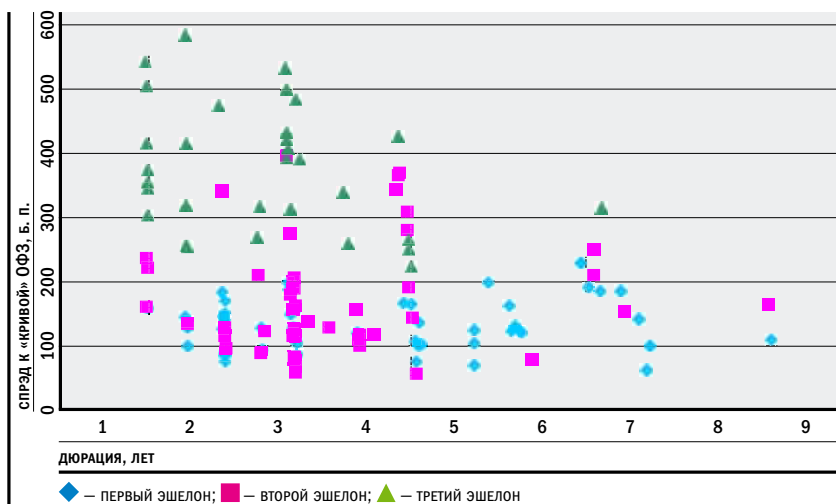
мещение вызвало большой интерес инвесторов, объем выставленных заявок которых составил около 46 млрд руб., что более чем в 8 раз превышало объем предложения. В результате ставка купона по итогам сбора заявок была установлена на уровне 10,29% годовых, что соответствует доходности к погашению 10,69% годовых. Таким образом, республике первой удалось установить доходность своих облигаций меньше ключевой ставки Банка России и сузить спрэд к ОФЗ до минимальных значений за последние 3 года (до 158 б. п.).

Большая часть размещений состоялась на фоне благоприятной конъюнктуры, при высоком спросе со стороны инвесторов, что позволяло эмитентам и организаторам займов снижать в ходе сбора заявок уровень процентных ставок по купонам от 15–20 до 30–80 б. п. Активность региональных эмитентов традиционно возросла во второй половине года – в это время становится более понятной ситуация с исполнением бюджета и более точно можно определить потребность в дополнительном финансировании дефицита бюджета. В текущем году на осенние месяцы пришлось около 2/3 от общего объема размещений. Одним из главных событий текущего года можно назвать возвращение после 8-летней паузы на публичный долговой рынок Московской области, которая в конце ноября разместила облигационный заем в размере 25 млрд руб. при спросе более 100 млрд руб. Ставка купона по итогам сбора заявок была установлена на уровне 9,65% годовых (доходность к погашению – 10,01% годовых, спрэд к ОФЗ – 115 б. п.). В начале декабря, через 13 лет после погашения предыдущего займа, прошло размещение нового облигационного займа ЯНАО объемом 20 млрд руб. В результате высокого спроса в ходе сбора заявок ставка купона застыла на отметке 9,37% годовых, что соответствовало доходности к погашению на уровне 9,71% и обеспечило достижение минимального спреда к ОФЗ в размере 91 б. п. Основные параметры размещений субфедеральных и муниципальных облигаций в 2016 г. представлены на «карте» рынка первичных размещений (рис. 8).

ОБОРОТЫ ВТОРИЧНОГО РЫНКА

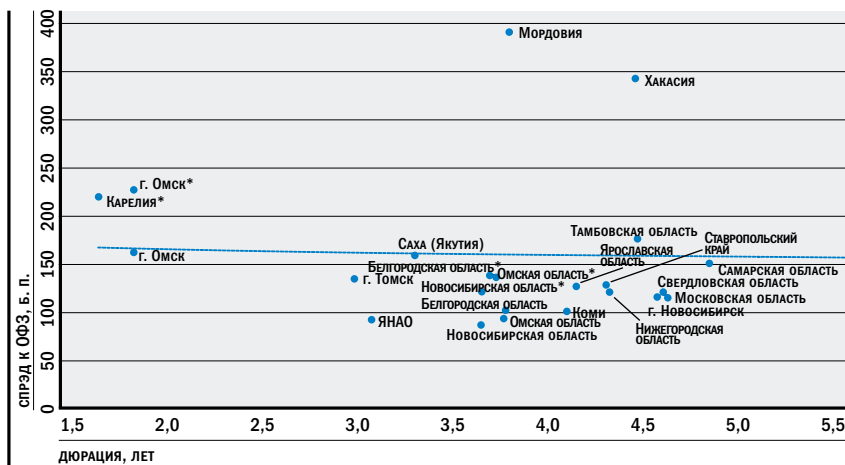
По итогам 11 мес. 2016 г. объем биржевых сделок с облигациями превысил 8,675 трлн руб., что на 4,9% ниже показателя 2015 г. в целом. При этом единственным сегментом рублевого долгового рынка, объем сделок на котором пре-

Рисунок 7. ДОХОДНОСТЬ ПЕРВИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В 2016 Г.



Источник: Расчеты БК «РЕГИОН».

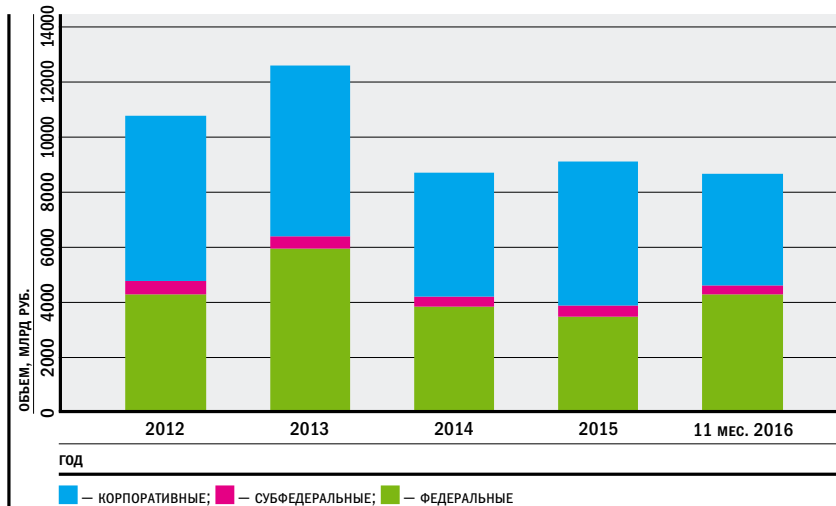
Рисунок 8. КАРТА РЫНКА ПЕРВИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В 2016 Г.



* Отмечено доразмещение.

Источник: Расчеты БК «РЕГИОН» по состоянию на 15 декабря 2016 г.

Рисунок 9. ОБЪЕМ БИРЖЕВЫХ СДЕЛОК С ОБЛИГАЦИЯМИ В 2012–2016 ГГ.



Источники: Московская Биржа, расчеты БК «РЕГИОН».

взошел результат прошлого года, стали облигации федерального займа. Объем сделок с ОФЗ составил более 4,264 трлн руб., что на 22,5% больше, чем за весь

предыдущий год. Субфедеральными и муниципальными облигациями наторговали на сумму немногим более 356 млрд руб., что на 9,6% хуже, чем в 2015 г. Наиболее

сильное снижение (-22,7%) произошло на рынке корпоративных облигаций, объемом сделок с которыми достиг 8,765 трлн руб. При этом впервые объем торгов с ОФЗ превысил показатель по корпоративным облигациям: доля ОФЗ в суммарном обороте с облигациями — 49,2% против 46,7% по корпоративному долгу. По итогам прошлого года корпоративные облигации более чем на 19% опережали ОФЗ по данному параметру. На долю сделок с субфедеральными и муниципальными облигациями пришлось всего 4,1% от

Под влиянием внешних и внутренних факторов, среди которых можно выделить прежде всего динамику цен на нефть и колебание курса рубля, периоды бурного роста цен на облигации сменялись периодами коррекции или бокового тренда.

На рынке ОФЗ стремительное восхождение цен наблюдалось с середины января по конец марта, в июне, а также с начала августа до начала сентября. Небольшие коррекции мы видели в апреле и июле, а самая затяжная негативная динамика цен длилась с середины сентября до на-

ния более существенного снижения ключевой ставки Банком России (которое в текущем году до последнего заседания в декабре составило всего 100 б. п.) были основным драйвером удорожания рублевых облигаций, однако жесткая позиция ЦБ РФ в данном вопросе «охладила» настрой многих инвесторов, в первую очередь — определенной части инвесторов-нерезидентов. В результате доходность долгосрочных облигаций, основными владельцами которых были нерезиденты, в ноябре вернулась и в отдельные дни даже превышала уровень 6-месячной давности (рис. 10).

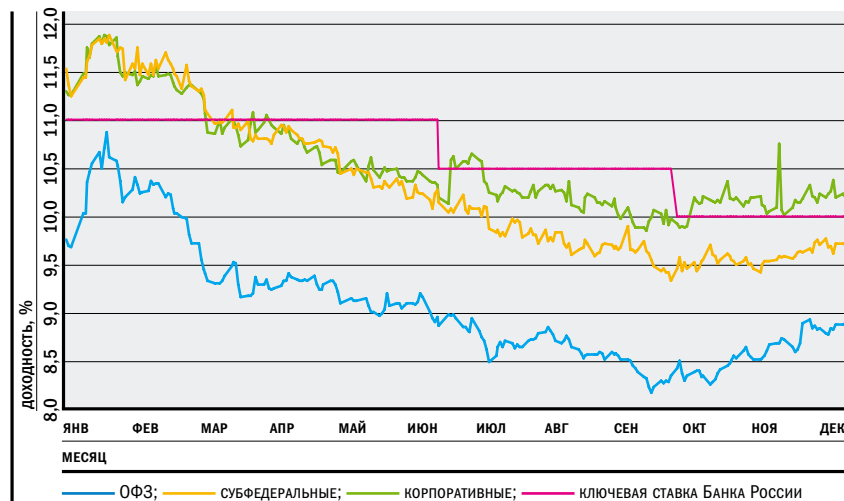
По данным Банка России, по состоянию на 1 октября 2016 г. доля вложений нерезидентов на рынке ОФЗ составляла 27% при объеме инвестиций около 1447 млрд руб., что означает рост на 388 млрд руб., или +35,1%, к началу 2016 г. Именно динамика вложений нерезидентов в незначительной степени определяла конъюнктуру в сегменте средне- и долгосрочных ОФЗ-ПД, доля которых здесь оценивается в 50% (рис. 11).

В 2016 г. положительное влияние на динамику рублевых облигаций продолжили оказывать данные по инфляции. После небольшого увеличения годовых темпов инфляции в июле текущего года до 7,5% в дальнейшем наблюдалось устойчивое снижение данного показателя, который по итогам 11 мес. 2016 г. составил 5,8% в годовом выражении. При этом вполне реальным становится падение инфляции к концу 2016 г. к нижней границе прогнозируемого Банком России диапазона 5,5–6,0%, что, в свою очередь, может повысить вероятность ее снижения до таргетируемого регулятором уровня 4% к концу 2017 г. (рис. 12).

Рост котировок и сокращение доходности на рынке корпоративных и субфедеральных облигаций в текущем году продолжались на фоне сужения спреда к ОФЗ. Прежде всего спросом пользовались бумаги заемщиков с высоким кредитным качеством. Средняя доходность в данных секторах потеряла с начала текущего года 1,31 и 1,93 п. п. соответственно против 0,91 п. п. в среднем по ОФЗ.

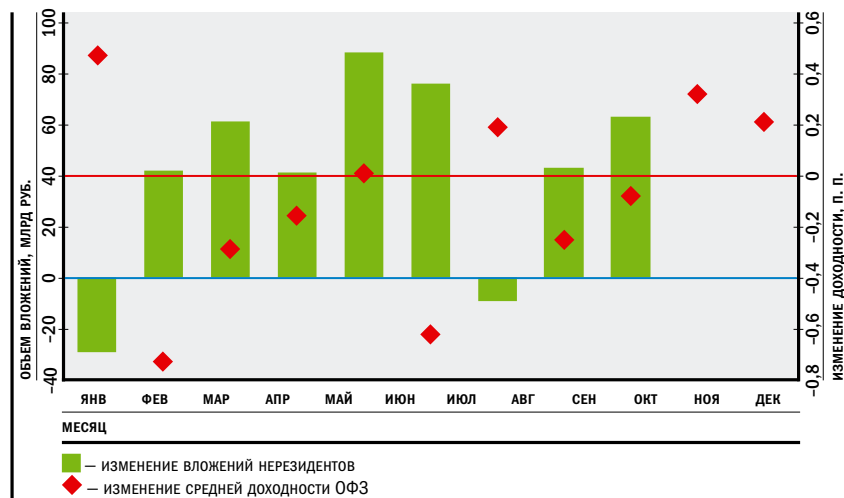
Рынок ОФЗ, показавший по итогам 11 мес. 2016 г. средний доход в размере 11,83% (против 29,38% годовых по итогам 2015 г.), сохранил свои лидирующие позиции среди остальных сегментов долгового рынка. При этом нельзя не отметить, что в III кв. текущего года рост доходов от вложений в ОФЗ и другие сегменты долгового рынка замедлился, по итогам ноября он даже несколько снизился в отличие от рынка

Рисунок 10. СРЕДНЯЯ ДОХОДНОСТЬ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ И КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА ЦБ РФ В 2016 Г.



Источники: Банк России, агентство Cbonds.ru.

Рисунок 11. ИЗМЕНЕНИЕ ДОЛИ ВЛОЖЕНИЙ НЕРЕЗИДЕНТОВ И ДОХОДНОСТИ ОФЗ В 2016 Г.



Источник: Расчеты БК «РЕГИОН».

суммарного оборота против 4,3% по итогам 2015 г. (рис. 9).

КОНЪЮНКТУРА РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

При общем снижении доходности рублевых облигаций по итогам 2016 г. ситуация на рынке в течение рассматриваемого горизонта не была однозначной.

чала декабря текущего года. Осенняя коррекция была обусловлена несколькими факторами, среди которых можно выделить заявление Банка России о продолжении умеренно жесткой денежно-кредитной политики в ближайшее время, которая предполагает сохранение ключевой ставки на прежнем уровне до конца 2015 г. и возможность осторожного пересмотра в течение I и II кв. 2017 г. Ожида-

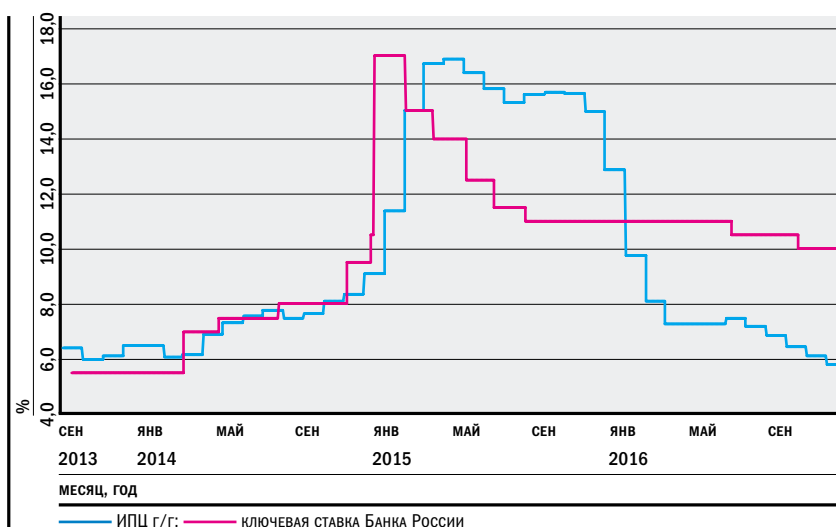
акций, где рост ускорился. Вместе с тем положительный результат был достигнут всеми инструментами фондового рынка, которые в 1,5–2,0 раза превысили уровень инфляции за тот же период (см. таблицу).

ПЕРСПЕКТИВЫ 2017 ГОДА

Ситуация на рынке рублевых облигаций в 2017 г. будет складываться под влиянием многих внешних и внутренних факторов, действие многих из которых наблюдается уже сейчас и может сохраниться не только в следующем году, но и на более длительную перспективу.

Среди внешних факторов можно выделить: геополитические риски, непредсказуемость экономической политики после прошедших 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 исполнении договоренности стран ОПЕК и независимых стран — экспортеров нефти по снижению ее добычи и, соответственно, сохранение неясной динамики цен на нефть. Что касается возможного влияния внутренних факторов, то нельзя не отметить отсутствие однозначных ответов на многие вопросы.

Рисунок 12. ГОДОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ И КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА БАНКА РОССИИ



Источники: Банк России, Росстат.

Сможет ли экономика страны выйти в следующем году на траекторию роста? Как будет исполняться бюджет, сможет ли Минфин РФ разместить весь объем ОФЗ в рамках утвержденного объема чистых внутренних заимствований на сумму порядка 1,1 трлн руб.? Будет ли достаточным спрос со стороны российских и иностранных инвесторов на такой объем и как это может отразиться на ставках государственных облигаций? Как долго продлится умеренно жесткая денежно-кредитная политика Банка Рос-

сии, когда стоит ждать снижения ключевой ставки в 2017 г.?

Вместе с тем, несмотря на наличие большой неопределенности, наш базовый сценарий предполагает снижение в 2017 г. ключевой ставки Банка России в пределах 100–150 б. п., сохранение спроса на государственные облигации и сокращение их доходности до уровня 7,0–7,5% годовых при удержании спреда к ОФЗ по доходности субфедеральных и корпоративных облигаций качественных эмитентов в пределах 100 б. п. ■

ВОЗВРАТ НА ИНВЕСТИЦИИ (TOTAL RETURN) В РАЗЛИЧНЫЕ СЕГМЕНТЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА, %

| Инструмент | Период | | | | | | |
|-----------------------------|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 11 мес. 2016 г. | 2015 г. | 2014 г. | 2013 г. | 2012 г. | 2011 г. | 2010 г. |
| Рынок облигаций | | | | | | | |
| Государственные (ОФЗ) | 11,83 | 29,38 | -14,36 | 3,80 | 14,65 | 5,79 | 11,15 |
| Субфедеральные | 10,52 | 16,17 | -4,49 | 7,79 | 7,46 | 4,71 | 14,57 |
| Корпоративные | 9,78 | 18,56 | -1,43 | 8,81 | 8,57 | 6,18 | 13,86 |
| Рынок акций | | | | | | | |
| Индекс ММВБ | 19,50 | 26,12 | -9,32 | 4,43 | 5,17 | -16,93 | 23,21 |
| Валютный рынок | | | | | | | |
| Долл. США | -8,49 | 22,99 | 81,06 | 7,76 | -5,14 | 5,06 | 0,77 |
| Евро | -13,62 | 16,61 | 51,97 | 11,79 | -2,85 | 2,66 | -7,04 |
| Бивалютная корзина | -12,06 | 19,33 | 66,45 | 9,85 | -3,96 | 3,82 | -3,45 |
| Инфляция (справочно) | | | | | | | |
| ИПЦ | 5,00 | 12,90 | 11,40 | 6,50 | 6,60 | 6,10 | 8,70 |

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