



Александр Ермак

Главный аналитик долговых рынков БК «РЕГИОН»

РУБЛЕВЫЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК: ПРЕДВАРИТЕЛЬНЫЕ ИТОГИ ГОДА

Одним из позитивных факторов, определявших конъюнктуру рынка рублевых облигаций в течение 2015 г., были действия Банка России по снижению ключевой ставки. Данное решение явилось неожиданностью для многих участников рынка и имело достаточно агрессивный характер в первой половине прошедшего года. Основным негативным фактором для долгового рынка — ослабление курса рубля, отражающее, прежде всего, снижение цен на нефть. Основным же итогом можно считать рост ключевых количественных показателей как первичного, так и вторичного рынков на фоне существенного снижения уровня процентных ставок к концу года по сравнению с его началом. Не менее значимым фактом стали инновации на рынке облигаций — появление новых инструментов в сегментах государственных и корпоративных облигаций.

ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ, ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ КОНЪЮНКТУРУ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ

В течение 2015 г. рынок рублевых облигаций периодически находился под негативным давлением, обусловленным резким ослаблением курса рубля, которое происходило, прежде всего, на фоне падения цен на нефть, роста геополитических рисков, связанных с событиями на юге-востоке Украины, с продолжением и ужесточением санк-

ций со стороны Запада, с событиями в Сирии и др.

Особенно серьезное давление оказывалось в самом начале года, в конце августа — начале сентября, когда курс рубля преодолевал максимальные значения в начале года, а также в конце ноября — начале декабря, когда цены на нефть достигли своих минимальных значений с 2009 г. (рис. 1).

Дополнительным фактором давления на долговой рынок стали решения международных рейтинговых агентств большой тройки о снижении суверенного рейтин-

га России и последующем снижении рейтингов большей части российских эмитентов. Первыми среди них были *Fitch Ratings* и *Moody's*, которые понизили рейтинги России на одну ступень до уровней *BBB-* и *Vaa3* (последняя ступень рейтинга инвестиционного уровня) соответственно с сохранением негативного прогноза. А в конце января агентство *Standard & Poor's* объявило о снижении суверенного рейтинга Российской Федерации — с уровня *BBB-* при сохранении прогноза «Негативный» до «Спекулятивного» уровня *BB+*. При этом нельзя не отметить, что

на очередное решение агентства *Moody's* о снижении рейтинга России еще на одну ступень до «Неинвестиционного» уровня *Ba1*, принятое 20 февраля текущего года, реакция рынка облигаций была ограниченной и кратковременной, так как в это время конъюнктуру рынка определяли другие факторы.

Начиная с февраля и в течение шести следующих месяцев 2015 г. ситуация на рынке начала меняться в лучшую сторону. Первым приятным сюрпризом для долгового рынка стало решение

результатов реализации отдельных мер антикризисной программы, проводимой Банком России и Правительством РФ с конца 2014 г., положение в финансовой сфере и на валютном рынке стабилизировалось.

Ожидания участников долгового рынка относительно дальнейшего снижения ключевой ставки в текущем и следующем году, подкрепленные рядом соответствующих решений Банка России, в результате которых ставка была снижена в целом на 600 б. п. — до 11% годовых в июле

рекции в августе на фоне роста волатильности на валютном рынке и нестабильности на сырьевых рынках (рис. 2).

РОСТ ВЛОЖЕНИЙ НЕРЕЗИДЕНТОВ В ОФЗ ОБУСЛОВИЛИ ИХ ОПЕРЕЖАЮЩИЙ РОСТ ЦЕН

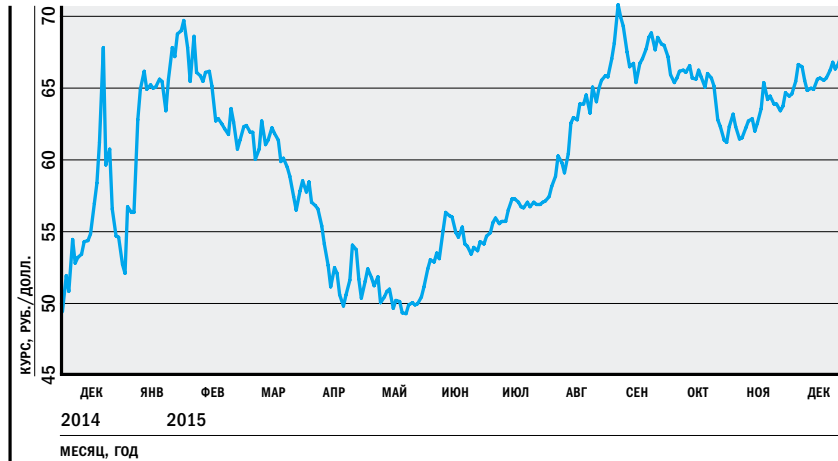
По итогам 11 мес. 2015 г. доходность ОФЗ снизилась с 16–17% годовых в январе до 9,6–10,2% годовых в начале декабря (при минимальных значениях, зафиксированных осенью на уровне 9,3–9,9% годовых). При этом опережающий рост цен ОФЗ, в результате которого доходность государственных облигаций (особенно в долгосрочном конце «кривой») практически в течение всего года была ниже ключевой ставки Банка России, стал результатом проявленного интереса не только российскими инвесторами, но и инвесторами — нерезидентами на рынке ОФЗ.

По данным Банка России на 1 октября 2015 г., объем вложений нерезидентов на рынке ОФЗ составил примерно 991 млрд руб., что на 114 млрд руб., или 13%, больше, чем в начале года, а их доля в сентябре-октябре — 20,6–20,7% против 18–19% в начале и середине 2015 г. (рис. 3). Принимая во внимание «октябрьское» ралли на рынке ОФЗ, обусловленное ростом глобального спроса на активы развивающихся стран вследствие отказа ФРС США повысить базовую ставку из-за проблем в мировой экономике, объем вложений и доля инвесторов — нерезидентов на этом рынке могут еще увеличиться к концу 2015 г. С небольшим отставанием (по времени и по темпам) наблюдалось снижение доходности корпоративных и субфедеральных облигаций, которое в среднем по сегментам рынка, согласно индексам агентства *Cbonds.ru*, составило по итогам 11 мес. 2015 г. порядка 501 и 442 б. п., соответственно, против 594 б. п. по ОФЗ. При этом спрэд между средней доходностью ОФЗ и корпоративных и субфедеральных облигаций находился на уровне 165–175 б. п.

РОСТ ЦЕН И СНИЖЕНИЕ ДОХОДНОСТИ ОПРЕДЕЛИЛИ ПОВЫШЕНИЕ АКТИВНОСТИ НА ВТОРИЧНОМ РЫНКЕ

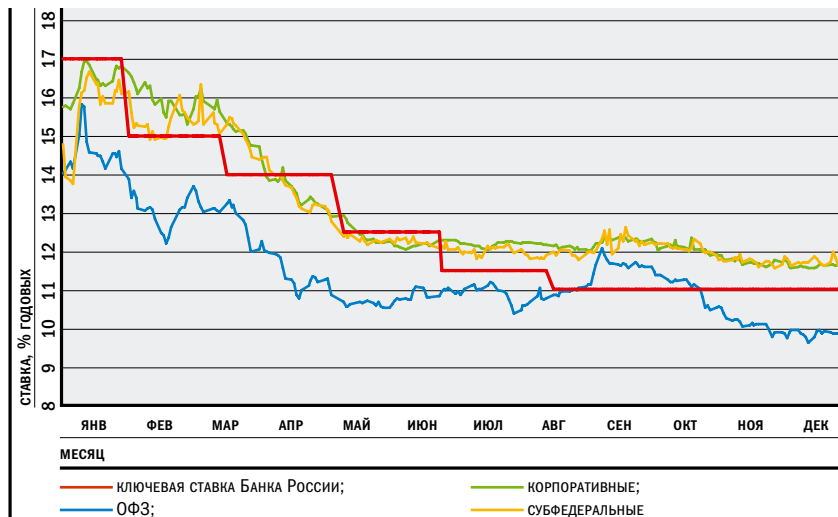
Снижение доходности и повышение цен рублевых облигаций, которое обеспечило возврат на инвестиции (*Total Return*) за 11 мес. 2015 г. в ОФЗ в среднем более 27%, а в корпоративные и субфедеральные облигации более 17 и 14% соот-

Рисунок 1. ДИНАМИКА ОФИЦИАЛЬНОГО КУРСА РУБЛЯ К ДОЛЛАРУ США БАНКА РОССИИ



Источник: ЦБ РФ.

Рисунок 2. КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА БАНКА РОССИИ И СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ ЭФФЕКТИВНАЯ ДОХОДНОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ В 2015 Г.



Источник: ЦБ РФ, индексы доходности *Cbonds.ru*, расчеты БК «РЕГИОН».

Банка России о снижении ключевой ставки сразу на 200 б. п., принятое 30 января 2015 г. с учетом изменения баланса рисков ускорения роста потребительских цен и охлаждения экономики. На фоне снижения геополитических рисков вследствие достигнутых договоренностей в рамках «нормандской четверки» по юго-востоку Украины, роста и дальнейшей консолидации цен на нефть, а также первых

2015 г., стали основным драйвером роста цен на рублевом долговом рынке. При этом даже «пауза» в снижении ключевой ставки, взятая Банком России на сентябрьском и октябрьском заседаниях из-за опасений роста инфляционных ожиданий и на фоне ускорения темпов текущей инфляции, не смогла остановить рост цен рублевых облигаций, который возобновился в сентябре — октябре после их кор-

ветственно, стали основными причинами роста активности вторичного рынка. По итогам 11 мес. 2015 г. общий объем сделок на Московской Бирже — более 8123,3 млрд руб., что на 2,6% выше показателя за аналогичный период предыдущего года. Максимальный рост, составивший 14,6%, был зафиксирован по объему сделок с корпоративными облигациями на сумму более 4568,7 млрд руб. Объем сделок с субфедеральными облигациями составил около 334,4 млрд руб., что почти на 6% выше показателя за аналогичный период 2014 г. Исключением стал рынок ОФЗ, объем сделок с которыми снизился на 11,5% — до 3130,3 млрд руб. (рис. 4). Возможно, это снижение обусловлено ростом доли нерезидентов, торгующих на внебиржевом рынке с расчетами через западные клиринговые системы. Кроме того, ожидания дальнейшего снижения ставок стимулировали участников первичного рынка к сохранению бумаг в своих инвестиционных портфелях. Также определенное значение имеют более длительные сроки обращения ОФЗ в отличие от сроков корпоративных облигаций, по которым (особенно в конце прошлого и начале текущего года) выставлялись оферты преимущественно на 6–12 мес.

В 2015 Г. ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК ВЫГЛЯДЕЛ БОЛЕЕ ОПТИМИСТИЧНО, ЧЕМ В ПРЕДЫДУЩЕМ ГОДУ

Еще более оптимистично с точки зрения количественных показателей выглядит первичный рынок в текущем году, общий объем которого за 11 мес. 2015 г. составил порядка 2332 млрд руб., что на 44% выше показателя за весь предыдущий год (рис. 5). Рост объема размещений был зафиксирован в сегменте государственных и корпоративных облигаций. Исключением стал только рынок субфедеральных облигаций, объем первичного размещения которых снизился на 15% к 2014 г., составив около 97 млрд руб. Главными причинами слабого интереса региональных эмитентов к рынку публичных заимствований были: относительно высокий уровень процентных ставок при достаточно длинных сроках заимствования и возможность получения «дешевых» кредитов от федерального правительства.

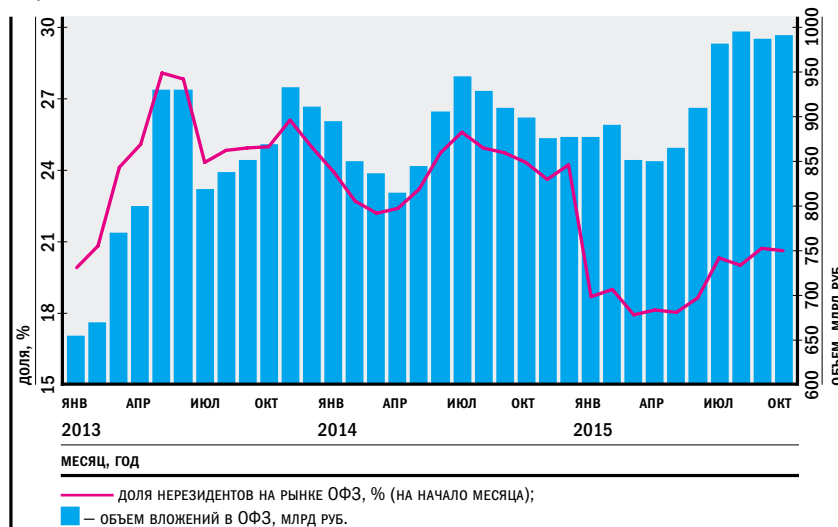
Максимальный рост — более чем в 2,5 раза — продемонстрировал рынок государственных облигаций (ОФЗ), объем которого за 11 мес. 2015 г. достиг почти 661,3 млрд руб. Большая часть аукционов первичного размещения проходили

при высоком спросе со стороны инвесторов, который превышал предложение в среднем в 2,5 раза, а его максимальное значение — 4,3–4,6 раза. В то же время объем первичных размещений в текущем году почти на 29% ниже показателя за 2013 г. Отчасти это связано с высокой волатильностью и быстрой сменой настроения у инвесторов. В результате спрос на отдельных аукционах мог быть меньше предложения, а в конце августа — начале сентября Минфину РФ пришлось отказать от проведения размещений.

ряда новых инструментов. Прежде всего следует отметить размещение выпусков ОФЗ-ПК с переменным купонным доходом, который привязан к ставке RUONIA, и индексируемого по инфляции выпуска ОФЗ-ИН (рис. 6).

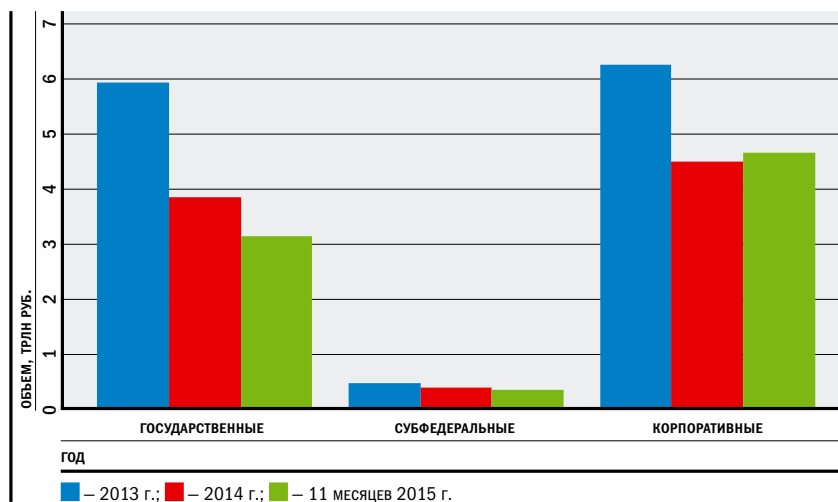
Минфин РФ приступил к размещению ОФЗ с плавающим купоном серии 24018 (ОФЗ-ПК 24018) 28 января 2015 г. Датой начала обращения выпуска ОФЗ-ПК 29011 также является 28 января 2015 г., однако первый аукцион был проведен 18 февраля. Выпуск

Рисунок 3. ОБЪЕМ И ДОЛЯ ВЛОЖЕНИЙ ИНВЕСТИТОРОВ-НЕРЕЗИДЕНТОВ НА РЫНКЕ ОФЗ



Источник: ЦБ РФ, индексы доходности *Cbonds.ru*, расчеты БК «РЕГИОН».

Рисунок 4. ОБЪЕМ ВТОРИЧНЫХ БИРЖЕВЫХ СДЕЛОК С ОБЛИГАЦИЯМИ В 2013–2015 ГГ.



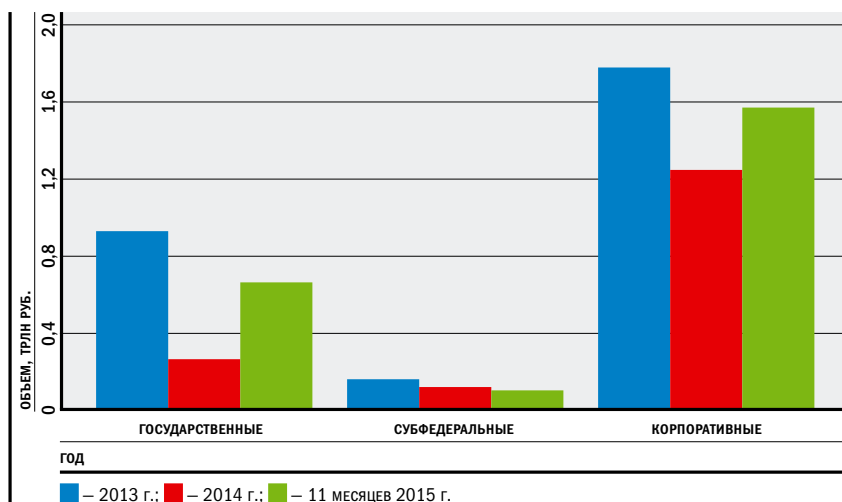
Источник: Московская Биржа, расчеты БК «РЕГИОН».

ПЕРВЫЕ ИННОВАЦИИ НА РЫНКЕ ОФЗ БЫЛИ СВЯЗАНЫ С ПОЯВЛЕНИЕМ НА РЫНКЕ ОФЗ С ПЕРЕМЕННЫМ КУПОНОМ, ПРИВЯЗАННЫМ К СТАВКЕ RUONIA

Вместе с тем 2015-й был отмечен появлением на облигационном рынке

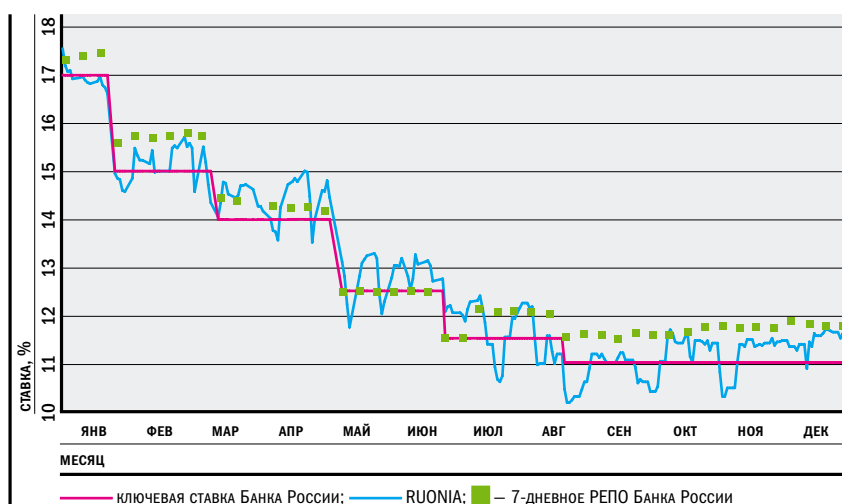
24018 погашается 27 декабря 2017 г., выпуск 29011 — 29 января 2020 г. Объявленный объем обоих выпусков составлял по 150 млрд руб., однако в октябре 2015 г. объем ОФЗ-ПК 24018 был увеличен на 50 млрд. С начала размещения было проведено 16 и 15 аукционов по ОФЗ-ПК 24018 и 29011 соответственно. На начало декабря 2015 г. объем в обращении выпуска ОФЗ-ПК 24018

Рисунок 5. ОБЪЕМ ПЕРВИЧНОГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ В 2013–2015 ГГ.



Источник: Московская Биржа, расчеты БК «РЕГИОН».

Рисунок 6. СТАВКА RUONIA, КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И СТАВКА 7-ДНЕВНОГО РЕПО БАНКА РОССИИ В 2015 Г.



Источник: ЦБ РФ, расчеты БК «РЕГИОН».

составлял более 156,1 млрд руб., 29011 – более 129,1 млрд руб. При этом цена облигаций выросла с 92–93% от номинала на первых аукционах до 101,5–102,0% от номинала, что было обусловлено механизмом установления ставок купонных доходов и конъюнктурой рынка.

По выпускам ОФЗ-ПК 24018 и 29011 предусматривалась выплата 6 и 10 полугодовых купонов соответственно. Ставка 1-го купона по выпуску 24018 была установлена эмитентом на уровне 10,89% годовых, по выпуску 29011 – 11,12% годовых, выплата которых состоялась 1 июля и 5 августа соответственно. Ставки остальных купонов определяются как среднее арифметическое значений ставок RUONIA за 6 предшествующих началу купонного периода месяцев, увеличенное на 0,74 п. п. для выпуска ОФЗ-ПК 24018 и на 0,97 п. п. для выпуска ОФЗ-ПК 29011. Ставка RUONIA (Ruble OverNight Index Average) – индикативная взвешенная рублевая депозитная ставка «овернайт» российского межбанковского рынка, которая отражает оценку стоимости необеспеченного заимствования банков с минимальным кредитным риском.

Расчет ставки RUONIA с сентября 2010 г. осуществляется Банком России по методике, разработанной Национальной валютной ассоциацией (НВА) совместно с Банком России. Список банков – участников RUONIA формируется Национальной валютной ассоциацией и согласовывается Банком России. Динамика ставки RUONIA тесно коррелирует

СТАВКИ КУПОННЫХ ДОХОДОВ И «ПРЕМИЯ» К СТАВКЕ RUONIA ПО ОФЗ-ПК

Выпуск	Дата		Объем, млн руб.		Ставка купонов, % годовых			Премия к RUONIA, %
	начала размещения	погашения	выпуска	в обращении	1-й	2-й	3-й	
ОФЗ 29006	31.12.14	29.01.25	400 000	245 165	10,55	12,66	14,48	1,20
ОФЗ 29007	31.12.14	03.03.27	400 000	200 000	10,65	14,21	13,80	1,30
ОФЗ 29008	31.12.14	30.10.29	400 000	200 000	10,75	15,53	13,28	1,40
ОФЗ 29009	31.12.14	05.05.32	400 000	200 000	10,85	16,40	13,00	1,50
ОФЗ 29010	31.12.14	06.12.34	400 000	200 000	10,95	16,13	-	1,60
ОФЗ 29011	28.01.15	29.01.20	150 000	129 143	11,12	14,42	-	0,97
ОФЗ 24018	28.01.15	27.12.17	150 000	156 102	10,89	15,27	-	0,74

Источник: ЦБ РФ, расчеты БК «РЕГИОН».

с изменением ключевой ставки Банка России, реагируя при этом и на текущую ситуацию с ликвидностью банковского сектора в отдельные периоды (см. таблицу). В первой половине 2015 г. спрэд между ставкой RUONIA и ключевой ставкой Банка России составил в среднем примерно 0,3 п. п. (по итогам 2014 г. был 0,53 п. п.), а во второй половине 2015 г. снизился до 0,15–0,2 п. п. В последнее время ставка RUONIA несколько ниже ставок 7-дневного РЕПО Банка России (в пределах 0,55–0,7 п. п.), однако «премия», заложенная при установлении ставок купонов по ОФЗ-ПК, позволяет купонам выйти на положительный уровень относительно ставок рефинансирования.

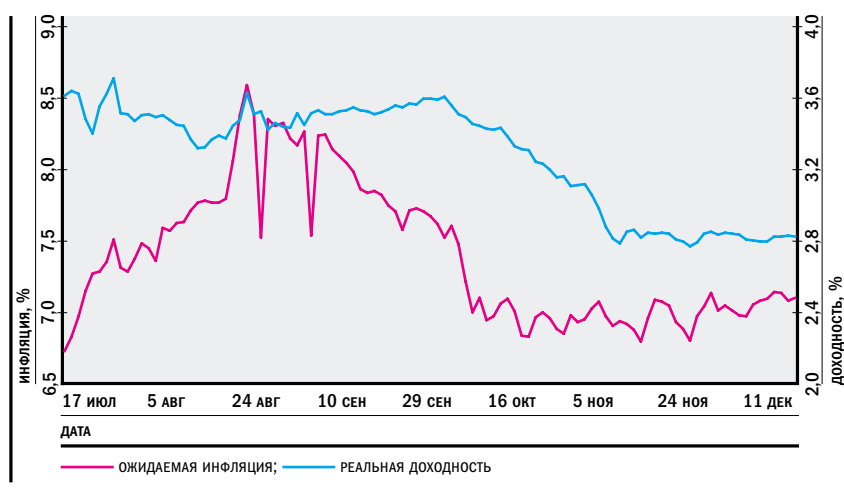
В конце 2014 г. Минфин РФ выпустил еще 5 выпусков ОФЗ-ПК на общую сумму 2 трлн руб. по номиналу с погашением в 2025–2034 гг., половина которых была передана в качестве имущественного вклада в АСВ для докапитализации российских банков. Оставшиеся облигации на сумму 1 трлн руб. эмитент может предложить инвесторам на открытом рынке. В 2015 г. в результате 9 проведенных аукционов были размещены облигации самого короткого выпуска ОФЗ-ПК 29006 на сумму 45,165 млрд руб. по номиналу. По нашему мнению, ОФЗ с переменным купоном являются одними из наиболее интересных инструментов в сегменте государственных облигаций как в настоящее время, так и в ближайшей перспективе.

ОФЗ С ИНДЕКСИРУЕМЫМ НОМИНАЛОМ ПО ИНФЛЯЦИИ – АБСОЛЮТНО НОВЫЙ ИНСТРУМЕНТ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

Вторым событием (по времени, но достаточно важным по значимости) можно назвать размещение облигаций федерального займа с индексированным номиналом (ОФЗ-ИН), вызвавшее значительный интерес у инвесторов, спрос на которые существенно превзошел ожидания. Согласно эмиссионным документам номинальная стоимость облигаций будет ежедневно индексироваться в соответствии с индексом потребительских цен на товары и услуги РФ. Срок обращения облигаций составил 8 лет, ставка купона – фиксированная и равна 2,5%.

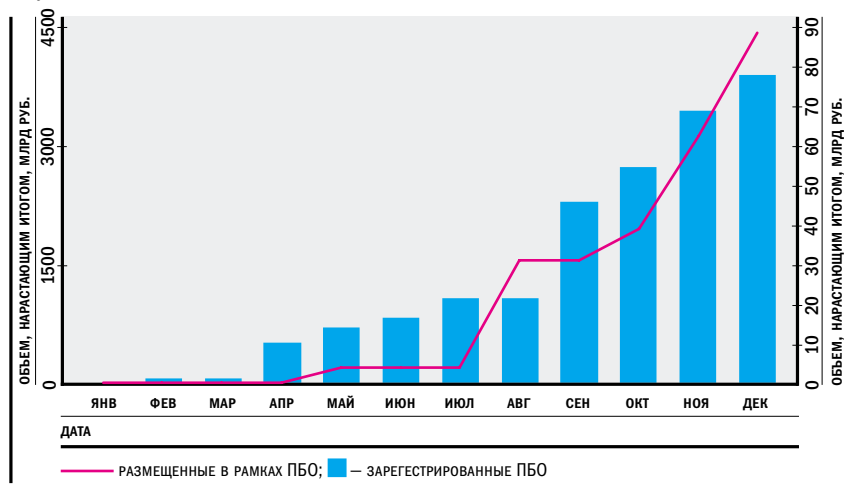
Объем поданных заявок в 2,6 раза превысил фактический объем размещения, общий спрос на момент закрытия книги заявок составил 198 млрд руб. со стороны 71 российского и международного инвестора, сообщило Мини-

Рисунок 7. ВМЕНЕННАЯ (ОЖИДАЕМАЯ) ИНФЛЯЦИЯ И РЕАЛЬНАЯ ДОХОДНОСТЬ ОФЗ-ИН 52001



Источник: Расчеты БК «РЕГИОН».

Рисунок 8. ОБЪЕМ ЗАРЕГИСТРИРОВАННЫХ ПБО НА МБ И ОБЪЕМ РАЗМЕЩЕНИЙ В РАМКАХ ПБО



Источник: Московская Биржа, расчеты БК «РЕГИОН».

Главной инновацией на рынке корпоративных облигаций, несомненно, можно назвать регистрацию Программ биржевых облигаций (ПБО) и начало размещения облигационных выпусков в рамках зарегистрированных программ.

стерство финансов РФ. Большой интерес позволил эмитенту сузить первоначальный ценовой диапазон с 87–92 до 90–91% от номинала и закрыть книгу заявок по финальной цене 91% от номинала. Фактическое размещение началось на Московской Бирже 17 июля 2015 г., где было реализовано более 69% от предложенного объема в размере 75 млрд руб., оставшаяся часть выпуска была размещена на внебиржевом рынке.

Согласно сообщению Московской Биржи, в рамках биржевого размещения около 39% пришлось на собственные операции участников торгов (кредитные организации и инвестиционные компании), на операции нерезидентов – 15%, на клиентов доверительного управления – 45%, доля физических лиц – 1%. В октябре–декабре Минфин РФ провел три аукциона по доразмещению ОФЗ-ИН, в ходе которых реализовано облигаций на общую сумму более 52,5 млрд руб. по

номиналу. В ходе вторичных торгов цена облигаций выросла с 91% от номинала до 99,5% от номинала, а реальная доходность снизилась с 3,6 до 2,7–2,8% годовых.

На наш взгляд, ОФЗ-ИН имеет наибольшие перспективы в первую очередь как инструмент для пенсионных фондов, для которых важно сохранить свои инвестиции, защитив их от инфляции и получив дополнительную «премию» над ней. Учитывая, что инфляция включает в себя валютную составляющую, соответственно,

за весь предыдущий год. Объем рыночных размещений по итогам 11 мес. 2015 г. составил почти 1873 млрд руб. На фоне резкого снижения ставок в начале года и ожидания его продолжения возникла дилемма: инвесторы были готовы покупать более долгосрочные займы, желая зафиксировать относительно высокие ставки на долгий срок, а эмитенты — размещать относительно короткие займы, не желая переплачивать в будущем. В результате было выработано несколько вариантов решения: первый — относи-

соответствующие изменения в Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». Возможность нового способа выпуска биржевых облигаций в виде программы биржевых облигаций (ПБО) появилась у эмитентов после вступления в силу Правил листинга ЗАО ФБ ММВБ (ФБ ММВБ, Биржа) от 31 июля 2014 г. и Указания Банка России от 13 октября 2014 г. «О порядке присвоения и аннулирования государственных регистрационных номеров ... выпускам (дополнительным выпускам) эмиссионных ценных бумаг». ПБО — это новый для российского рынка инструмент, который обладает чертами, присущими программам коммерческих бумаг (CP) и среднесрочных нот (MTN) на западных рынках, и может существенно увеличить гибкость и оперативность привлечения долговых ресурсов.

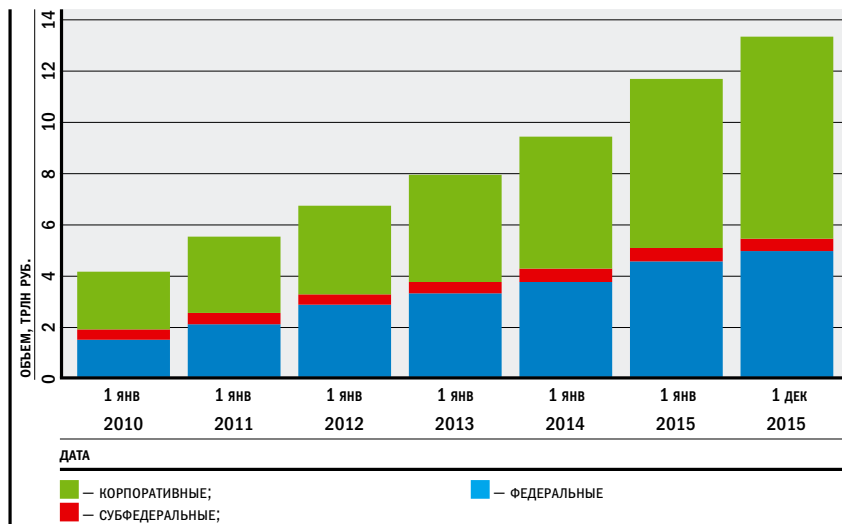
Повышению оперативности и гибкости эмитента способствует наличие двух частей решения о выпуске биржевых облигаций в рамках Программы:

- Первая часть решения о выпуске (Программа облигаций) — содержит определяемые общим образом права владельцев облигаций и иные общие условия для одного или нескольких выпусков облигаций, общую стоимость облигаций, максимальные сроки обращения. Срок действия Программы определяется эмитентом и может быть бессрочным. Решение об утверждении Программы БО принимается советом директоров эмитента.

- Вторая часть решения о выпуске (далее — Условия выпуска) — содержит конкретные условия отдельного выпуска биржевых облигаций. В рамках Программы могут быть выпуски с различной конфигурацией (сроки, валюта, определенные купоны и т. п.) Решение об утверждении условий выпуска принимается ЕИО эмитента (если иное не предусмотрено уставом).

По сравнению с традиционной подготовкой отдельных эмиссий подготовка и регистрация первой части решения (или собственно Программы биржевых облигаций и желательнее вместе с Проспектом облигаций), которые являются наиболее трудоемким этапом, осуществляются один раз для большого количества выпусков. Рассмотрение заявления, документов и присвоение идентификационного номера Программе осуществляется ФБ ММВБ в срок не более 15 рабочих дней. При этом обязательным условием является проведение согласования на Бирже проектов Программы и Проспекта облигаций (сроки не установлены, но обычно составляют

Рисунок 9. ОБЪЕМ РУБЛЕВОГО ОБЛИГАЦИОННОГО РЫНКА В ОБРАЩЕНИИ



Источник: Расчеты БК «РЕГИОН».

Биржевые облигации, дебютировавшие на российском долговом рынке в апреле 2008 г., стали одним из основных инструментов долгового финансирования для российских банков и компаний.

этот инструмент может отчасти захеджировать валютные риски.

Кроме того, на российском рынке появился первый индикатор, позволяющий отслеживать рыночные инфляционные ожидания, а также их динамику (рис. 7).

ПРОГРАММЫ БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ — НОВЫЙ ИНСТРУМЕНТ ОПЕРАТИВНОГО ЗАИМСТВОВАНИЯ ДЛЯ КОРПОРАТИВНЫХ ЭМИТЕНТОВ

Рост первичного размещения на рынке корпоративных облигаций нами оценивается на уровне 26% к показателю

только долгосрочные займы (на 5–7 лет) со встроенным на более короткий срок *call*-опционом, т. е. все риски перекладывались на инвесторов; второй — размещение облигаций с плавающим купоном, который мог быть привязан к ключевой ставке Банка России, к ставке «G-кривой» ОФЗ.

Главной инновацией на рынке корпоративных облигаций, несомненно, можно назвать регистрацию Программ биржевых облигаций (ПБО) и начало размещения облигационных выпусков в рамках зарегистрированных программ. Понятие «программа облигаций» (в том числе биржевых облигаций) было введено Федеральным законом от 21 июля 2014 г. № 218-ФЗ, согласно которому вносились

20–30 дней). Согласование может проводиться как с эмитентом, так и с организатором выпуска Программы биржевых облигаций.

Регистрация второй части решения (условий) выпуска включает проведение листинга и присвоение номера выпуску, которые осуществляет Биржа в срок, не превышающий 3 рабочих дней. В случае если выпуск включается в 1 и 2-й уровни листинга, обязательно проведение предварительной экспертизы, документы для которой направляются эмитентом не позднее, чем за 5 рабочих дней до направления на Биржу заявления о присвоении номера выпуску (при включении в 3-й уровень листинга предварительная экспертиза желательна, но не обязательна). Если эмитент составил проспект на отдельный выпуск (не на всю Программу), а также если представляемая вторая часть решения о выпуске содержит дополнительные условия, срок рассмотрения увеличивается до 10 рабочих дней. Таким образом, эмитент и организатор могут проводить сбор заявок инвесторов на новый выпуск, объем, сроки обращения, уровень процентной ставки и т. п. которого могут быть определены по его итогам и включены в условия выпуска. Техническое размещение облигаций можно провести уже через 5 рабочих дней (дополнительные два рабочих дня необходимы для принятия выпуска на учет в НКО ЗАО НРД). В качестве еще одного из главных отличий выпуска облигаций в рамках ПБО, которое существенно упрощает этот процесс, является то, что вторую часть решения (условия) выпуска утверждает ЕИО (генеральный директор, если иное не предусмотрено уставом эмитента).

Потребовалось почти три с половиной месяца с момента принятия всех необходимых нормативных документов до регистрации первой Программы биржевых облигаций (в конце января 2015 г.) и почти шесть месяцев до размещения первых выпусков облигаций в рамках ПБО (в апреле 2015 г.). На 1 декабря 2015 г. Биржа зарегистрировала 33 программы биржевых облигаций на общую сумму, эквивалентную 3,9 трлн руб., подготовленные как кредитными организациями, так и компаниями реального сектора экономики. С апреля по ноябрь (включительно) было размещено 19 выпусков биржевых облигаций в рамках ПБО 11 эмитентов на общую сумму, эквивалентную порядка 88,7 млрд руб.

Зарегистрированные ПБО существенно различаются по объему возможного выпуска облигаций, который составляет

от 6 млрд до 1 трлн руб. При этом половина зарегистрированных программ предусматривает возможность размещения облигаций в иностранной валюте. Максимальный срок обращения облигаций, выпущенных в рамках ПБО, составляет от 5 до 30 лет. У 64% программ установлен 10-летний максимальный срок обращения. У 50% зарегистрированных программ срок их действия определен как бессрочный. По второй половине ПБО срок их действия установлен в диапазоне от 10 до 50 лет.

Одной из главных проблем для рынка облигаций остается отсутствие «длинных и свежих» денег в первую очередь из-за продления «заморозки» пенсионных накоплений в 2016 г.

Нельзя не отметить, что сами биржевые облигации, дебютировавшие на российском долговом рынке в апреле 2008 г., стали одним из основных инструментов долгового финансирования для российских банков и компаний. За 8,5 лет своего существования и развития объем размещенных облигаций превысил, по нашим оценкам, 4,7 трлн руб. по номиналу против более 6,7 трлн руб. классических облигаций, история которых ведется с июня 1999 г. И если посмотреть на структуру рынка корпоративных облигаций, то доля биржевых облигаций в настоящее время составляет около 50% рынка. Дальнейшее развитие рынка облигаций, несомненно, будет связано с применением широким кругом эмитентов нового более гибкого и оперативного способа привлечения финансирования посредством выпуска биржевых облигаций в рамках Программ биржевых облигаций, учитывая также желание регулятора еще больше упростить и ускорить процесс выхода эмитентов на рынок.

РОСТ ОБЪЕМА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ В ОБРАЩЕНИИ В 2015 Г. ПРОДОЛЖИЛСЯ

На начало декабря 2015 г. общий объем рублевого облигационного рынка превысил 13,3 трлн руб., что на 13,9% выше уровня на начало 2015 г. (рис. 8). Около 19,4% составил рост объема корпоративных облигаций в обращении, или более 7,9 трлн руб. На 8,8% вырос объем ОФЗ в обращении. Объем субфе-

деральных облигаций вырос всего на 4,1% по сравнению с началом года и составил 469,3 млрд руб., что стало результатом слабого первичного рынка и больших объемов погашений (в том числе крупных эмитентов — Москвы, Санкт-Петербурга, Нижегородской области и др.). В результате доля корпоративных облигаций увеличилась до 59,4% против 56,6% в начале 2015 г. При этом доля ОФЗ снизилась до 37,7% — с 38,8% на начало года. Рынок субфедеральных облигаций продолжил «терять» свою до-

лю, которая снизилась на 1 п. п. — до 3,5%.

ПРОГНОЗ РЫНКА НА 2016 Г. — ЗАДАЧА С ОДНОЙ АКСИОМОЙ И МНОЖЕСТВОМ НЕИЗВЕСТНЫХ

Перспективы рынка рублевых облигаций в 2016 г. во многом определены ожиданиями дальнейшего снижения инфляции и ключевой ставки Банка России, которое может в значительной степени реализоваться уже в I кв. (за счет высокой базы конца 2014 г. — начала 2015 г.). В дальнейшем ситуация будет определяться множеством факторов, основными из которых являются: экономическая обстановка на мировых рынках и цены на нефть, геополитические риски, динамика курса рубля и проводимая денежно-кредитная политика Банка России, ситуация в банковской системе, состояние экономики и т. п.

Одной из главных проблем для рынка облигаций остается отсутствие «длинных и свежих» денег в первую очередь из-за продления «заморозки» пенсионных накоплений в 2016 г. Основным источником может стать реинвестирование средств, полученных в виде купонных доходов и погашений, объем которых оценивается нами в не менее 2 трлн руб. за 2016 г. в целом. В то же время очевидно, что снижение процентных ставок может привлечь на рынок рублевых облигаций широкий круг эмитентов, учитывая, что западные долговые рынки по-прежнему закрыты. ■