



Рынок рублевых облигаций: основные итоги 2015г. и перспективы 2016г.

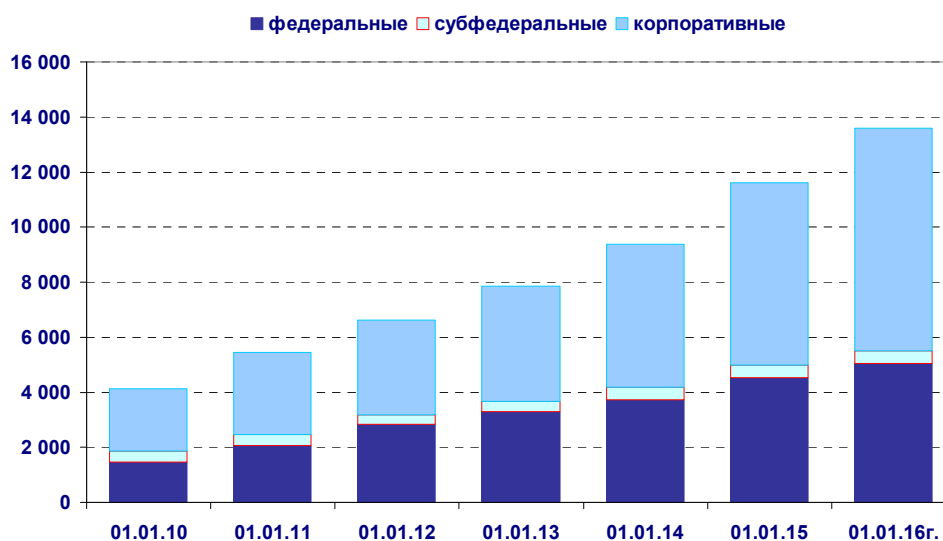
Александр Ермак,
Главный аналитик долговых рынков БК "РЕГИОН"

Одним из основных факторов, определяющих конъюнктуру рынка рублевых облигаций в течение всего 2015г., были действия Банка России по снижению ключевой ставки, которые начались достаточно неожиданно для многих участников рынка уже в январе и были довольно агрессивными в первой половине прошедшего года. Основным фактором негативного давления на долговой рынок стало ослабление курса рубля, отражающее, прежде всего, снижение цен на нефть. В качестве основных итогов 2015 года можно назвать небольшой рост основных количественных показателей первичного и вторичного рынков на фоне существенного снижения уровня процентных ставок к концу года по сравнению с его началом. Кроме того, нельзя не отметить ряд инноваций на рынке облигаций: появление новых инструментов в сегментах государственных и корпоративных облигаций. Вместе с тем, активность субъектов РФ на облигационном рынке была слабой: многие регионы предпочли взять «дешевые» бюджетные кредиты вместо относительно дорогого заимствования на публичном рынке.

Объем рублевых облигаций в обращении

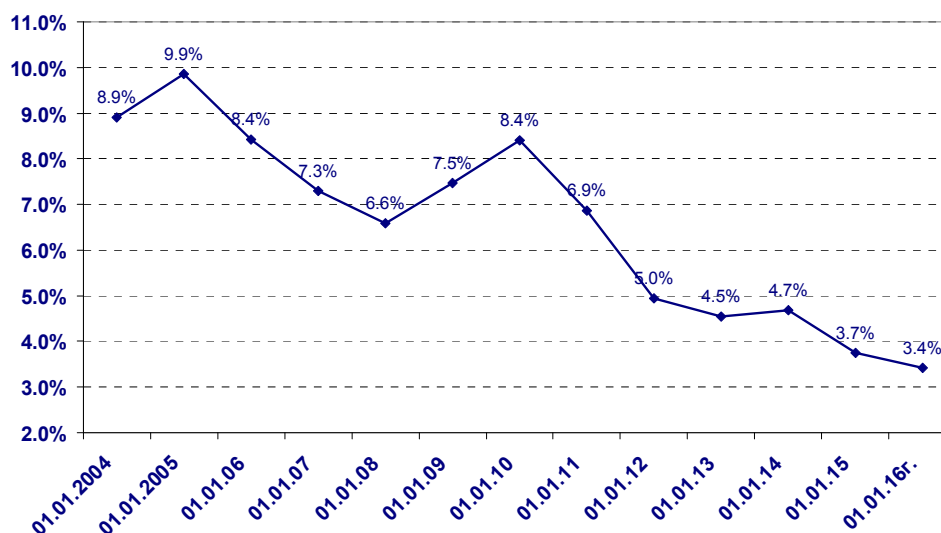
На начало 2016 г. общий объем рублевого облигационного рынка превысил 13,582 трлн. руб., что на 12,8% выше уровня на начало 2015г. Около 21,8% составил рост объема в обращении корпоративных облигаций, который составил более 8,06 трлн. руб. На 11,3% вырос объем в обращении ОФЗ, составивший около 5,05 трлн. руб. Объем субфедеральных облигаций вырос всего на 3,1% по сравнению с началом года и составил около 465 млрд. руб., что стало результатом «слабого» первичного рынка и больших объемов погашений (в т.ч. крупных эмитентов – Москвы, Санкт-Петербурга, Нижегородской области и др.). В результате доля корпоративных облигаций увеличилась до 59,4% против 55,0% в начале 2015г. При этом доля ОФЗ изменилась незначительно, снизившись до 37,2% с 37,7% на начало года. Рынок субфедеральных облигаций продолжил «терять» свою долю, которая снизилась до 3,4% против 3,7% в начале 2015 г. и порядка 9-10% в 2004-2005 годах.

Объем рублевого облигационного рынка в обращении, млрд. руб.



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

Доля субфедеральных облигаций в общем объеме облигационного рынка в обращении, %



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

Инвестиционная привлекательность рублевых облигаций

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

Инструмент	Период						
	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Рынок облигаций							
Государственные (ОФЗ)	29.38%	-14.36%	3.80%	14.65%	5.79%	11.15%	35.33%
Субфедеральные	16.17%	-4.49%	7.79%	7.46%	4.71%	14.57%	40.21%
Корпоративные	18.56%	-1.43%	8.81%	8.57%	6.18%	13.86%	23.66%
Рынок акций							
Индекс ММВБ	26.12%	-9.32%	4.43%	5.17%	-16.93%	23.21%	121.14%
Валютный рынок							
долл. США	22.99%	81.06%	7.76%	-5.14%	5.06%	0.77%	2.94%
евро	16.61%	51.97%	11.79%	-2.85%	2.66%	-7.04%	4.70%
бивалютная корзина	19.33%	66.45%	9.85%	-3.96%	3.82%	-3.45%	3.88%
Инфляция (справочно)							
ИПЦ	12.90%	11.40%	6.50%	6.60%	6.10%	8.70%	8.80%

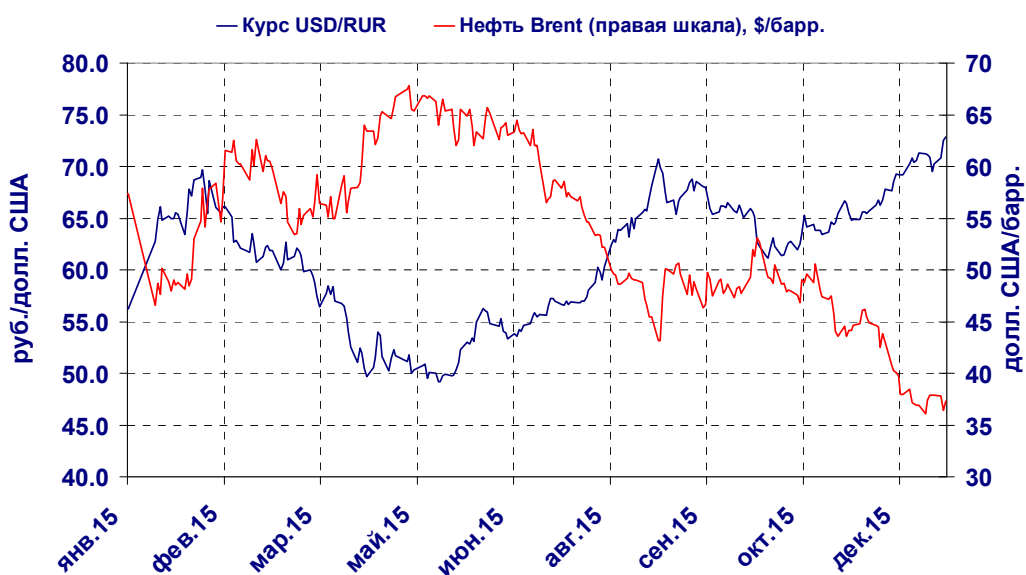
Источник: индексы облигаций и акций МБ, ЦБ РФ, Росстат, расчеты БК "РЕГИОН"

После убытков 2014г. рынки облигаций и акций показали по итогам 2015г. положительный результат, который превысил рост потребительских цен. Рост цен рублевых облигаций по итогам 2015г. обеспечил возврат на инвестиции в ОФЗ в среднем более 29,3%, в корпоративные и субфедеральные облигации – более 16,1% и 18,5% соответственно. Это лучшие показатели за последние пять лет, но несколько хуже роста в послекризисном 2009 году. При этом государственные облигации стали наиболее привлекательным инвестиционным инструментом в 2015г., превысив доход от вложений в акции, в доллар США и евро.

Основные факторы, определяющие конъюнктуру рынка облигаций в 2015г.

В течение 2015г. рынок рублевых облигаций периодически оказывался под давлением резкого ослабления 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 санкций со стороны Запада, с событиями в Сирии и т.п. Особенно заметно это давление было оказано в январе, в конце августа – начале сентября и в декабре прошлого года, когда курс рубля достигал своих исторических максимумов по отношению к основным валютам, а цены на нефть достигли своих локальных минимальных значений за последние несколько лет.

Динамика официального курса рубля к доллару США Банка России, руб./долл.



Источник: ЦБ РФ, Thomson Reuters

Дополнительным фактором давления на российский долговой рынок стали решения международных рейтинговых агентств большой тройки о снижении суверенного рейтинга России и о последующем снижении рейтингов большей части российских эмитентов. Первыми среди них были Fitch Ratings и Moody's, которые понизили рейтинги России на одну ступень до уровня «BBB-» и «Ba3» (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 до «спекулятивного» уровня «BB+» с уровня «BBB-» при сохранении «негативного» прогноза. 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 т.г., реакция рынка облигаций было ограниченным и кратковременным, т.к. в это время конъюнктуру рынка определяли другие факторы. В дальнейшем негативных рейтинговых действий от международных агентств не было, а в начале декабря агентство Moody's даже изменило прогноз по суверенному рейтингу страны с «негативного» на «стабильный».

Начиная с февраля и в течение шести следующих месяцев 2015г., ситуация на рынке начала меняться в лучшую сторону. Первым приятным сюрпризом для участников долгового рынка стало решение Банка России о снижении ключевой ставки сразу на 200 б.п., принятое 30 января 2015г. 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 результатов реализации отдельных мер антикризисной программы, проводимой Банком России и Правительством РФ с конца 2014г., - произошла стабилизация ситуации в финансовой сфере и на валютном рынке.

Конъюнктура вторичного рынка облигаций

Динамика процентных ставок

Ожидания участников долгового рынка относительно дальнейшего снижения ключевой ставки в текущем и следующем годах, которые были подкреплены рядом соответствующих решений Банка России, в результате которых ставка была снижена в целом на 600 б.п. с 17% до 11% годовых к июлю 2015г., стали основным драйвером роста цен на рублевом долговом рынке. При этом даже «пауза» в снижении ключевой ставки на сентябрьском и октябрьском заседаниях, взятая Банком России 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 коррекции в августе на фоне роста волатильности на валютном рынке и нестабильности на сырьевых рынках.

Решение по сохранению ключевой ставки на прежнем уровне (11%), которое было принято Банком России на декабрьском заседании, также не оказало негативного влияния на конъюнктуру рублевого облигационного рынка. А сохраняющийся спрос инвесторов на рублевые облигации обеспечивал дальнейшее снижение доходности на вторичном рынке (правда, более медленными темпами) и сохранение относительно высокой активности на первичном рынке.

В течение 2015г. доходность ОФЗ снизилась с 16-17% годовых в январе до 9,5-10,0% годовых в конце декабря (при минимальных значениях, зафиксированных осенью на уровне 9,3-9,9% годовых). При этом опережающий рост цен ОФЗ, благодаря которому доходность государственных облигаций практически в течение всего года была ниже ключевой ставки Банка России, стал результатом проявленного интереса не только российскими инвесторами, но и прежде всего инвесторами - нерезидентами к рынку ОФЗ. При этом практически в течение всего прошлого года «кривая» доходности ОФЗ имела инверсный характер.

Ключевая ставка Банка России и средневзвешенная доходность облигаций, % годовых

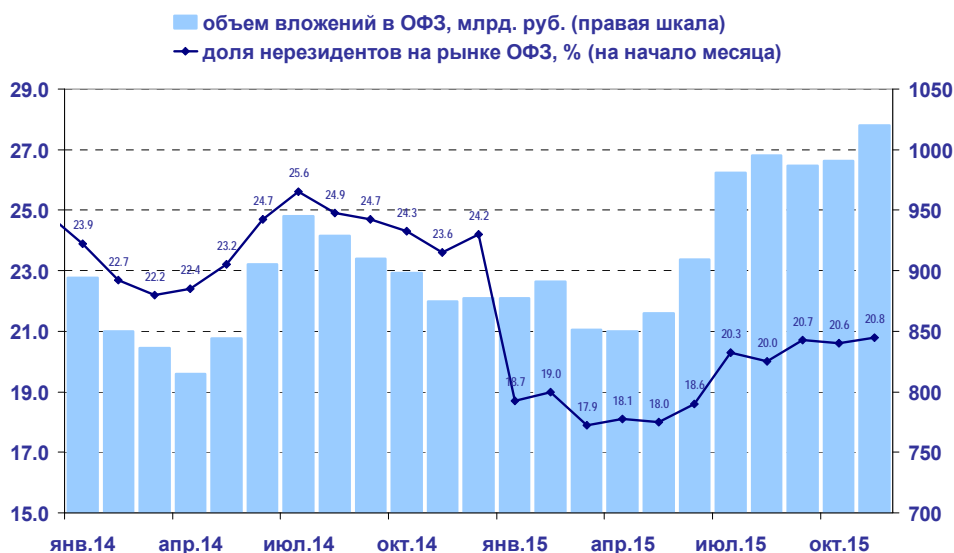


Источник: ЦБ РФ, индексы доходности Cbonds.ru

По данным Банка России на 1 ноября 2015г. объем вложений нерезидентов на рынке ОФЗ составлял порядка 1 020 млрд. руб., что на 143 млрд. руб. или 16,3% больше, чем в начале года. Нельзя не

отметить, что это абсолютный максимум вложений за всю историю рынка государственных рублевых облигаций с момента либерализации рынка. Доля нерезидентов на начало ноября 2015г. составляла 20,8% против 18-19% в первой половине 2015г.

Объем и доля вложений инвесторов- нерезидентов на рынке ОФЗ



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

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 12 месяцев 2015г. порядка 470-500 б.п. При этом спрэд между средней доходности ОФЗ и корпоративных и субфедеральных облигаций к концу года снизился до уровня порядка 160-170 б.п. с 200-230 б.п. в начале года.

Оборот вторичного рынка

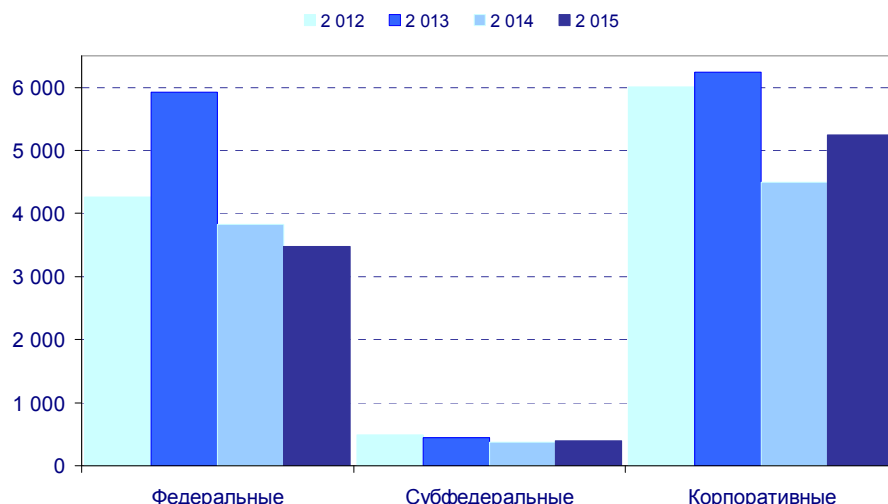
По итогам 2015г. общий объем сделок с государственными, субфедеральными и корпоративными облигациями на Московской Бирже составил более 9 118,4 млрд. руб., что на 4,6% выше показателя за предыдущий год. При этом по итогам 2014г. снижение относительно предыдущего года суммарного объема сделок составляло около 31%.

Максимальный рост, составивший 16,5%, был зафиксирован по объему сделок с корпоративными облигациями, который составил более 5 244,59 млрд. руб. Объем сделок с субфедеральными облигациями составил около 394,05 млрд. руб., что на 4,1% выше показателя за 2014г. В 2014г. снижение объемов сделок по корпоративным и субфедеральным облигациям относительно 2013г. составляло порядка 28% и 15% соответственно. Исключением стал рынок ОФЗ, объем сделок с которыми в 2015 году снизился на 9,3% до 3 479,7 млрд. руб. (-35,3% по итогам 2014г.).

Возможно, это снижение обусловлено ростом доли нерезидентов, которые торгуют на внебиржевом рынке с расчетами через западные клиринговые системы. Кроме того, ожидания дальнейшего снижения ставок стимулировали участников, купивших облигации на первичном рынке, к сохранению этих бумаг в своих инвестиционных портфелях. Кроме того, определенное значение имеет более длительные сроки обращения ОФЗ в отличие от корпоративных облигаций, по которым (особенно в конце прошлого и в начале текущего года) выставлялись оферты на относительно короткие сроки, преимущественно на 3-6

месяцев. Выкуп по оферте и возвращение бумаг обратно «в рынок» также способствовали росту активности на вторичном рынке.

Объем вторичных биржевых сделок с облигациями в 2012-2015г., млрд. руб.



Источник: Московская Биржа, расчеты БК «РЕГИОН»

Основные показатели первичного рынка

Еще более оптимистично с точки зрения количественных показателей выглядит первичный рынок в текущем году, общий объем которого за 2015г. составил порядка 2345 млрд. руб., что на 36,2% выше показателя за предыдущий год. Рост объема размещений был зафиксирован в сегменте государственных и корпоративных облигаций. Исключением стал только рынок субфедеральных облигаций, объем первичного размещения которых снизился на 14,1% к 2014г. и составил около 98,06 млрд. руб. Главными причинами слабого интереса региональных эмитентов к рынку публичных заимствований были: относительно высокий уровень процентных ставок при достаточно длинных сроках заимствования, а также возможность получения «дешевых» кредитов от федерального правительства.

Объем первичного рынка облигаций в 2013-2015г., млрд. руб.



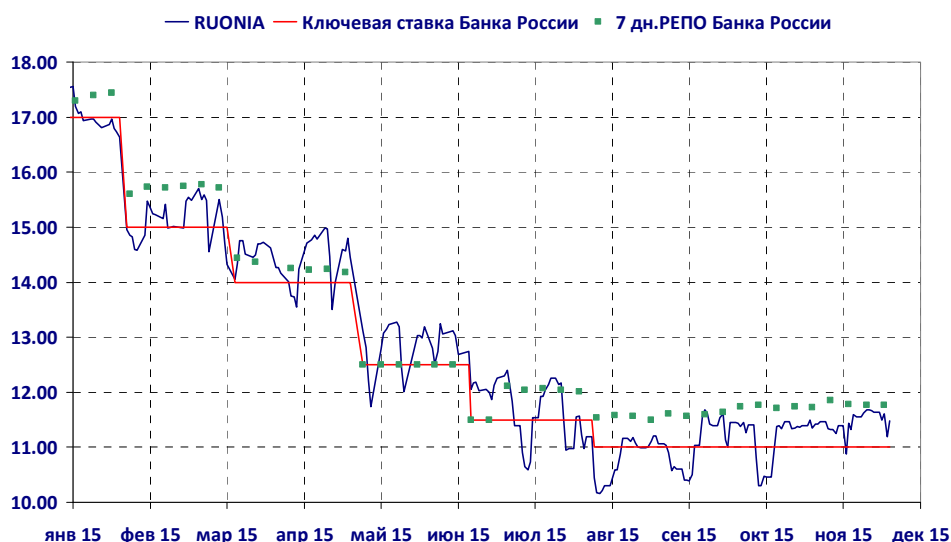
Источник: Московская Биржа, расчеты БК «РЕГИОН»

Максимальный рост - почти в 2 раза – продемонстрировал первичный рынок государственных облигаций (ОФЗ), объем размещений которых в 2015г. составил около 708,8 млрд. руб. (еще порядка 200 млрд. составил прирост рынка за счет обмена старых амортизационных выпусков на новые). Большая часть аукционов первичного размещения проходили при высоком спросе со стороны инвесторов, который в среднем в 2,5 раза превышал предложение, а его максимальное значение достигало 4,3-4,6 раз. В тоже время объем первичных размещений в текущем году почти на 29% ниже показателя за 2013г. 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 отказываться от проведения размещений.

ОФЗ с переменным купоном

В тоже время 2015 год был отмечен появлением на облигационном рынке ряда новых инструментов. Прежде всего, можно отметить размещение выпусков ОФЗ-ПК с переменным купонным доходом, который привязан к ставке RUONIA, и индексируемого по инфляции выпуска ОФЗ-ИН.

Рис. 7 Ставка RUONIA, ключевая ставка и ставка 7-го РЕПО Банка России



Источник: ЦБ РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

Минфин РФ приступил к размещению ОФЗ с плавающим купоном серии 24018 (ОФЗ-ПК 24018) 28 января 2015г. Датой начала обращения выпуска ОФЗ-ПК 29011 также является 28 января 2015г., однако первый аукцион был проведен 18 февраля. Выпуск 24018 погашается 27 декабря 2017 г., выпуск 29011 – 29 января 2020 г. Объявленный объем обоих выпусков составлял по 150 млрд. руб., однако в октябре 2015г. 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 2015г. объем в обращении выпуска ОФЗ-ПК 24018 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 шесть 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. Расчёт ставки RUONIA с сентября 2010г. осуществляется Банком России по методике, разработанной Национальной валютной ассоциацией (НВА) совместно с Банком России. Список банков-участников RUONIA формируется Национальной валютной ассоциацией и согласовывается с Банком России. Динамика ставки RUONIA тесно коррелирует с изменением ключевой ставки Банка России, реагируя при этом и на текущую ситуацию с ликвидностью банковского сектора в отдельные периоды. В первой половине 2015г. спрэд между ставкой RUONIA и ключевой ставкой Банка России составил в среднем порядка +0,3 п.п. (по итогам 2014г. был +0,53 п.п.), а во второй половине 2015г. снизился до +0,15-0,2 п.п. В последнее время ставка RUONIA несколько ниже ставок 7-ми дневного РЕПО с Банком 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.

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»

Необходимо отметить, что в конце 2014г. Минфином РФ было выпущено еще 5 выпусков ОФЗ-ПК на общую сумму 2 трлн. рублей по номиналу с погашением в 2025-2034гг., половина из которых была передана в качестве имущественногоклада в АСВ для докапитализации российских банков. Оставшиеся облигации на сумму 1 трлн. руб. эмитент может предлагать инвесторам на открытом рынке. В 2015г. рынку были предложены облигации самого короткого выпуска ОФЗ-ПК 29006: в результате 9 проведенных аукционов были размещены облигации данного выпуска 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.

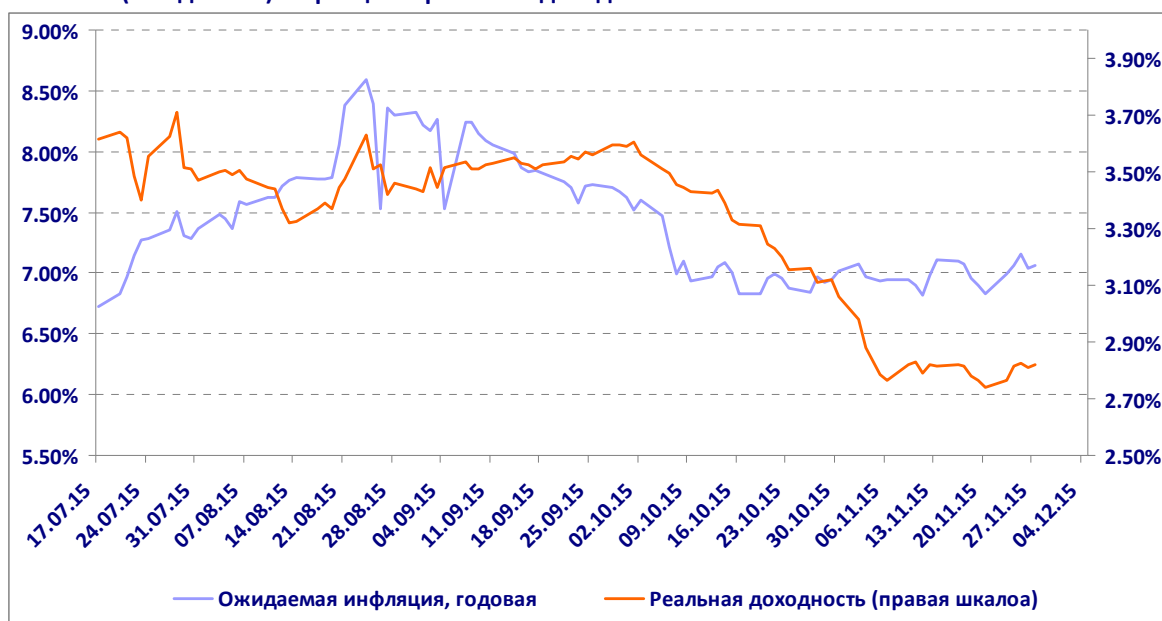
ОФЗ с индексируемым номиналом – основная инновация на рынке госдолга

Вторым событием (по времени, но достаточно важное по значимости) можно назвать размещение облигаций федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН), которое вызвало значительный интерес у инвесторов, спрос которых существенно превзошел ожидания. В соответствии с эмиссионными документами 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 составляет 2,5%.

Объем поданных заявок в 2,6 раза превысил фактический объем размещения, общий спрос на момент закрытия книги заявок составил 198 млрд. рублей со стороны 71 российского и международного инвестора, сообщило Министерство 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 2015г., 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 составила 1%. В октябре-декабре Минфин РФ провел три аукциона по доразмещению ОФЗ-ИН, в ходе которых было 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 инструмента 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 большую долю валютной составляющей, то соответственно он может отчасти захеджировать валютные риски. Кроме того, на российском рынке появился первый индикатор, позволяющий отслеживать рыночные инфляционные ожидания, а также их динамику.

Вмененная (ожидаемая) инфляция и реальная доходность ОФЗ-ИН 52001



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

Первичный рынок корпоративных облигаций

Рост объема первичного размещения на рынке корпоративных облигаций нами оценивается на уровне 23,5% к показателю за предыдущий год. Объем рыночных размещений по итогам 2015г. составил порядка 1 538 млрд. руб. (без учета облигаций на 625 и 400 млрд. руб. НК Роснефть в 2014 и 2015 годах). 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 готовы размещать относительно короткие займы, не желая переплачивать в будущем. В результате было предложено несколько вариантов решения. Рынку были предложены относительно долгосрочные займы (на 5-7 лет) со встроенным на более короткий срок call-опционом, т.е. тем самым все риски перекладывались на инвесторов. Еще одним вариантом было размещение облигаций с плавающим купоном, который мог быть привязан к ключевой ставке Банка России, к ставке «G-кривой» ОФЗ и т.п.

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 т.ч. биржевых облигаций) было

введено Федеральным законом от 21.07.2014г. №218-ФЗ, в соответствии с которым были внесены соответствующие изменения в Федеральный закон от 22.04.1996 № 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 31.07.2014 и Указания Банка России от 13.10.2014 «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, определение купонов 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 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-х рабочих дней. В случае если выпуск включается в 1 и 2 уровень 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, в случае 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 утверждает вторую часть решения (условия) выпуска утверждает ЕИО (генеральный директор, если иное не предусмотрено Уставом эмитента).

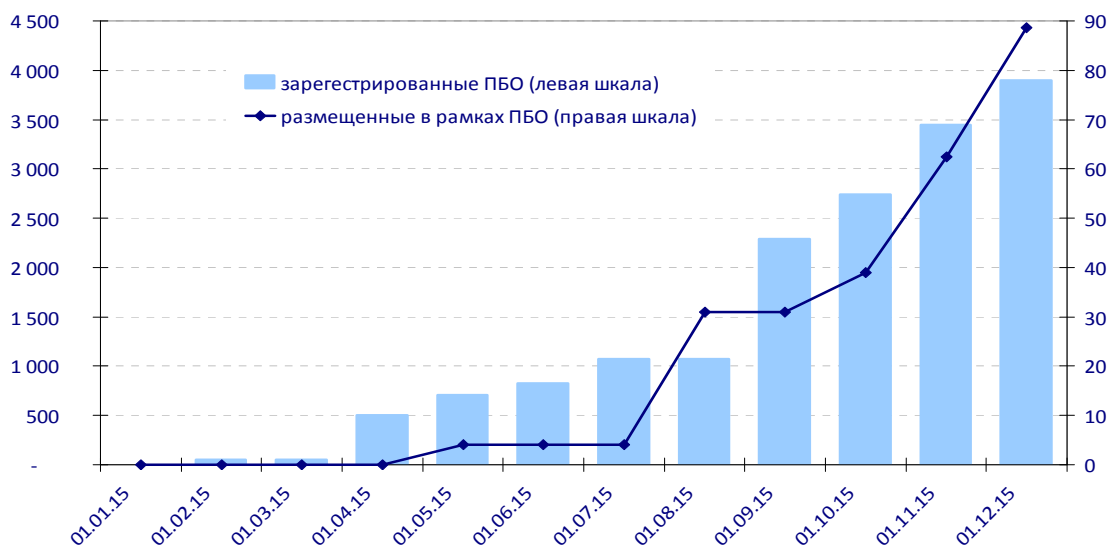
Потребовалось почти три с половиной месяца с момента принятия всех необходимых нормативных документов до регистрации первой Программы биржевых облигаций (в конце января 2015г.) и почти шесть месяцев до размещения первых выпусков облигаций в рамках ПБО (в апреле 2015г.). На 1 декабря 2015г. Биржа зарегистрировала 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 из 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-и 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.

Нельзя не отметить, что сами биржевые облигации, дебютировавшие на российском долговом рынке в апреле 2008г., 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 1999г. 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.

**Объем зарегистрированных ПБО на МБ и объем размещений в рамках ПБО,
(нарастающим итогом в млрд. руб.)**



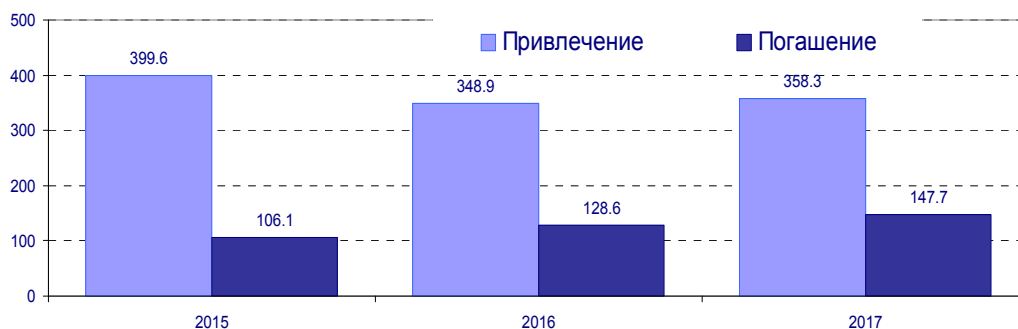
Источник: Московская биржа, расчеты БК «РЕГИОН»

Первичный рынок субфедеральный и муниципальных облигаций

Согласно принятым законам о региональных бюджетах на 2015г. и плановый период 2015-2016гг. региональные власти запланировали привлечь на облигационном рынке в текущем году порядка 400 млрд. руб., что составляет всего порядка 16,4% от необходимого объема привлечения финансирования в 2015г. При этом на долю бюджетных кредитов и кредитов коммерческих банков запланировано порядка

32,5% и 51,1% соответственно. В 2016-2017гг. предполагается привлечь порядка 349 и 358 млрд. руб. посредством выпуска облигаций. В тоже время в 2015г. регионами планируется погасить облигационных займов на общую сумму 106,1 млрд. руб., а в 2016-2017гг. на сумму 128,6 и 147,7 млрд. руб. соответственно.

Планы размещения и погашения субфедеральных облигаций в 2015 – 2017гг.



Источник: региональные бюджеты, расчеты БК «РЕГИОН»

Высокие процентные ставки на облигационном рынке внесли существенные коррективы в планы региональных эмитентов. На середину декабря 2015г. объем размещений составил порядка 98,8 млрд. руб., а рынок первичных размещений открылся только в начале апреля, когда на фоне дефицита первичных размещений Томской области удалось относительно успешно доразместить облигации на сумму 1,5 млрд. руб. обращающегося выпуска. Начало размещения 5-ти летних облигаций с амортизацией в объеме 3,5 млрд. руб. из общего объема в 5 млрд. руб. состоялось в декабре 2013г. На фоне ажиотажного спроса на облигации, который по данным организаторов сделки превысил 9 млрд. руб., эмитенту удалось продать облигации с доходностью 15,5% годовых (при дюрации 2,1 года), тогда как первоначальный диапазон доходности при начале маркетинга выпуска составлял 17,0%-18,0% годовых.

«Пионером» размещения облигаций 2015г. стала Республика Саха (Якутия): 21 мая 2015 года на ФБ ММВБ Республика полностью разместила выпуск облигаций серии 35007 объёмом 5,5 млрд. руб. Срок обращения займа составил 5 лет. Ставка 1-го купона (к которой приравнены ставки всех остальных ежеквартальных купонов) по итогам сбора заявок была установлена Эмитентом на уровне 12,43% (при текущем уровне ключевой ставке 12,50%). Выплата купонов ежеквартальная. Погашение выпуска осуществляется амортизационными частями, дюрация при размещении составила 2,83 года.

6 размещений на общую сумму 25,1 млрд. руб. (около 26% от годового результата) прошло в июне – первой половине июля т.г. на фоне «прихода» денежных средств в НПФ и УК, которые были заморожены ранее. Вторым периодом активности первичного рынка региональных облигаций был вторая половина сентября – октябрь т.г., когда прошло 12 размещений на общую сумму 39,6 млрд. руб. (около 40,5% от общего объема). В ноябре декабре прошло размещение новых выпусков Красноярского и Краснодарского краев на сумму 4,25 и 4,8 млрд. руб. соответственно. Также состоялись доразмещения облигаций Республики Коми и г. Томска на 5,8 и 0,3 млрд. руб. Кроме того, 28 декабря 2015 г. Томская область провела размещение 100 облигаций нового займа объемом 7 млрд. руб. по номиналу.

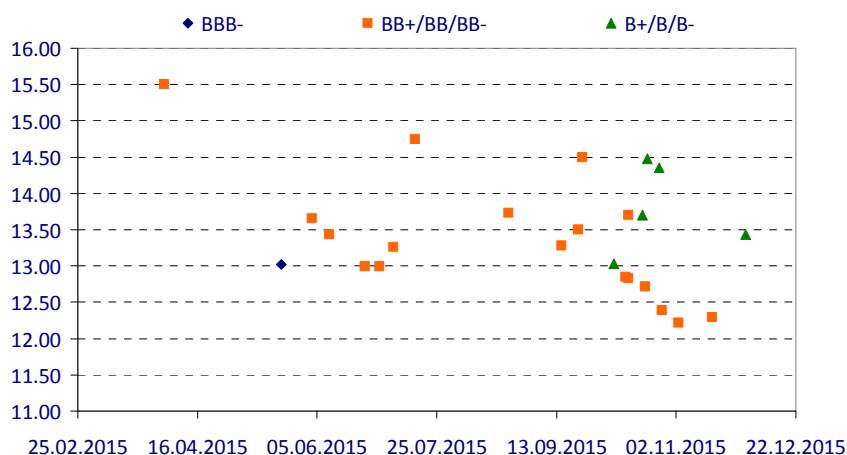
Всего в 2015г. состоялось размещение 18 новых выпусков региональных облигаций на общую сумму 83,8 млрд. руб., а также доразмещение 8 выпусков, частично находящихся в обращении, на общую сумму 14,3 млрд. руб. Основные итоги размещений представлены в таблице.

Основные итоги размещения субфедеральных и муниципальных облигаций в 2015г.

Эмитент	Дата размещения	Дата погашения	Объем выпуска, млн.руб.	Объем размещ., млн. руб.	Текущий купон, %	Доходность, % годовых	Дюрация, лет	Спрэд к ОФЗ, б.п.	Рейтинги S&P/Moody's/Fitch
Томская обл.*	02.04.2015	18.12.2018	5 000	1 500	8.75	15.50	2.20	333	BB-/ - / -
Саха (Якутия)	21.05.2015	14.05.2020	5 500	5 500	12.43	13.02	2.83	247	BB/ - / BBB-
Хакасия*	03.06.2015	27.10.2019	2 500	850	12.65	13.65	2.25	274	- / - /BB-
Ярославская обл.*	10.06.2015	24.09.2019	7 000	2 000	10.20	13.43	2.13	275	- / - /BB
Самарская обл.	25.06.2015	18.06.2020	7 000	7 000	12.40	12.99	2.61	194	BB / Ba3 / -
Республика Коми	01.07.2015	23.06.2021	11 000	5 000	12.00	12.99	3.15	169	- / B1 / BB
Белгородская обл.	07.07.2015	30.06.2020	5 250	5 250	12.65	13.26	2.68	157	- / B1 / BB
Оренбургская обл.	16.07.2015	03.07.2025	5 000	5 000	14.00	14.75	4.88	413	- / - / BB
Нижегородская обл.	24.08.2015	23.08.2020	12 000	12 000	11.15	13.73	3.12	142	- / B1 / BB
Красноярский край	15.09.2015	10.09.2019	12 500	12 500	12.70	13.28	2.96	166	BB- / B1 / BB
Омская область*	22.09.2015	15.10.2019	5 000	3 500	12.30	13.50	1.75	204	- / Ba2 / -
Удмуртия	24.09.2015	17.09.2020	3 000	3 000	13.80	14.50	3.47	306	- / - /BB-
Волгоградская обл.	07.10.2015	30.10.2020	5 000	5 000	12.74	13.03	2.73	335	- / - /B+
г. Новосибирск	12.10.2015	10.10.2022	2 000	2 000	11.86	12.85	3.24	232	BB+ / - / -
Хакасия	13.10.2015	11.10.2020	2 000	2 000	12.25	12.83	2.93	235	- / - /BB
Магаданская обл.*	13.10.2015	24.12.2018	1 000	500	15.00	13.70	1.95	315	BB- / - / -
г. Омск *	19.10.2015	03.12.2017	1 000	600	13.06	13.70	1.09	350	- / B1 / -
Тульская область	20.10.2015	15.05.2019	5 000	5 000	12.20	12.71	2.05	235	- / - /BB
Мордовия	21.10.2015	15.05.2019	3 000	3 000	13.75	14.48	2.74	418	- / B2 / -
г. Волгоград	26.10.2015	19.10.2020	1 000	1 000	13.73	14.35	2.74	407	- / B2 / -
Башкортостан	27.10.2015	24.10.2017	3 500	1 500	11.95	12.39	1.52	209	- / Ba2 / -
Красноярский край	03.11.2015	29.10.2019	4 250	4 250	11.70	12.22	3.21	227	BB- / B1 / BB
Республика Коми*	17.11.2015	23.06.2021	11 000	5 000	12.00	12.29	2.79	210	- / B1 / BB
Краснодарский край	01.12.2015	27.11.2018	4 800	4 800	12.80	13.43	1.74	317	- / B1 / -
г. Томск*	15.12.2015	15.12.2019	995	275	н/д	14.00	13.00	2.08	- / - / BB
г. Томск*	22.12.2015	15.12.2019	720	30	н/д	14.00	н/д	н/д	- / - / BB
Томская обл.	28.12.2015	19.06.2023	7 000	0.100	н/д	9.90	10.27	4.55	BB-/ - / -

* - доразмещение

Динамика доходности первичных размещений субфедеральных облигаций



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

Перспективы рынка облигаций в 2016г.

Перспективы рынка рублевых облигаций в 2016 г. во многом будут определяться ожиданиями его участников относительно дальнейшего снижения инфляции и ключевой ставки Банка России, которое может в большей части реализоваться уже в I кв. 2016г. (за счет высокой базы конца 2014 г. – начала 2015 г. по инфляции). На этом фоне наиболее интересными для вложений могут стать средне- и долгосрочные облигации с фиксированными ставками купонов федерального займа, корпоративные облигации качественных заемщиков. Кроме того, мы сохраняем рекомендации по инвестициям в ОФЗ-ИН и ОФЗ-ПК, которые благодаря правилам формирования дохода по ним являются хорошими «защитными» инструментами в период высокой волатильности и нестабильности на рынках.

Снижение процентных ставок, очевидно, может привлечь на рынок публичных заимствований широкий круг новых эмитентов, которые были готовы «выйти» на него еще в текущем году, но откладывали его из-за высокого уровня доходности. При этом мы не исключаем, что рынок, на котором диктовали свои условия эмитенты в условиях «дефицита новых предложений», наблюдаемый в 2015г., может превратиться в 2016г. в «рынок инвесторов», которые в условиях ограниченного притока «свежих» денег будут более внимательно относиться к выбору инструментов для вложений. Отсутствие притока «длинных, свежих» денег, в первую очередь, из-за решения продлить «замораживание» пенсионных накоплений в 2016 г., останется одним из главных негативных факторов для облигационного рынка в будущем году, помимо возможного влияния традиционных внешних (геополитические риски, падения цен на нефть) и внутренних (ослабление рубля, дальнейшее снижение экономических показателей страны) факторов.

Вместе с тем, НПФ могут пополниться в 2016 г. за счет перераспределения средств в результате перехода «бывших молчунов» из ГУК ВЭБ, объем которых оценивается в размере порядка 270 млрд. руб. А основным источником «прихода» денег для новых размещений на облигационном рынке может стать реинвестирование средств, полученных инвесторами в результате выплат купонных доходов и погашений, суммарный объем которых оценивается нами на уровне не менее 2 трлн. руб. за 2016 г. в целом. Кроме того, стоит рассчитывать на то, что российские банки продолжат в 2016г. увеличивать свои вложения на облигационном рынке на фоне замедления темпов роста кредитования компаний реального сектора экономики. По данным Банка России на 1 сентября 2015г. рост таких вложений за год составил более 2,4 трлн. руб. (или более 39% к 1 сентября 2014г.), в то время как объем выданных кредитов вырос на 1 трлн. руб. или 5% за аналогичный период.

По нашим оценкам, к концу 2016г. доходность ОФЗ может снизиться до уровня порядка 8,50-9,00% годовых, субфедеральных облигаций – до уровня 9,5-10,5% годовых (в зависимости от кредитного качества эмитентов). На рынке корпоративных облигаций мы ожидаем снижение доходности облигаций первого эшелона до уровня 9,00-9,50% годовых, облигаций второго и третьего эшелонов – до уровня 10,00-10,50% и 11,00-12,00% годовых соответственно.

Группа компаний «РЕГИОН»

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

Многоканальный телефон: (+7 495) 777 29 64

Факс: (+7 495) 7772964 доб. 234

www.region.ru

REUTERS: REGION

BLOOMBERG: RGNM

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.