



Рублевый долговой рынок: основные итоги 2013г.

21 января 2014г.

Возврат на инвестиции

По итогам 2013г. лишь инвестиции в ОФЗ и акции не смогли уберечь вложенные средства инвесторов от инфляции

По итогам 2013г. лишь инвестиции в ОФЗ и акции, принесшие доход в размере 3,8% и 4,43% соответственно, не смогли уберечь вложенные средства инвесторов от инфляции (6,5%). Максимальный прирост за прошлый год показали вложения в евро (+11,79%). Наибольший возврат на инвестиции показали корпоративные облигации (8,81%), на 1% меньше можно было получить доход на рынке субфедеральных облигаций (+7,79%) и от вложений в доллар США (+7,76%).

Следует отметить, что 2013г. стал худшим за последние пять лет годом для российской валюты. Вместе с тем, если посмотреть на последние пять лет в целом, то становится очевидным, что пассивное вложение в валюту не оправдано как с точки зрения инфляции, так и по сравнению с доходом от рынка облигаций и акций.

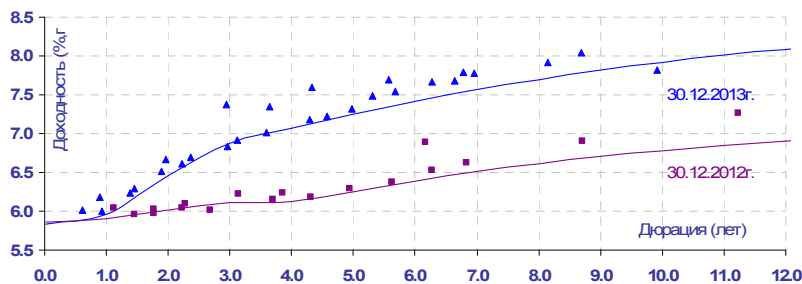
Возврат на инвестиции (доходы) различных секторов финансового рынка

Инструмент	Годы					
	2013	2012	2011	2010	2009	2009-2013гг.
Рынок облигаций						
Государственные (ОФЗ)	3.80%	14.65%	5.79%	11.15%	35.33%	89.37%
Субфедеральные	7.79%	7.46%	4.71%	14.57%	40.21%	94.85%
Корпоративные	8.81%	8.57%	6.18%	13.86%	23.66%	76.62%
Рынок акций						
Индекс ММВБ	4.43%	5.17%	-16.93%	23.21%	121.14%	148.59%
Валютный рынок						
долл. США	7.76%	-5.14%	5.06%	0.77%	2.94%	11.40%
евро	11.79%	-2.85%	2.66%	-7.04%	4.70%	8.52%
бивалютная корзина	9.85%	-3.96%	3.82%	-3.45%	3.88%	9.85%
Инфляция (справочно)						
ИПЦ	6.50%	6.60%	6.10%	8.80%	8.80%	42.59%

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

Существенный рост ставок на «долгосрочном» конце «кривой» ОФЗ предопределил минимальный доход от госбумаг по итогам 2013г.

«Кривая» доходности ОФЗ



Влияние внешних факторов

Либерализация рынка рублевых облигаций привела к росту влияния мировых рынков на конъюнктуру рынка ОФЗ и опосредованно на другие сегменты долгового рынка

Либерализация рынка рублевых облигаций, в результате которой расчеты с российскими суверенными рублевыми облигациями с февраля 2013г. (а региональные с конца мая т.г.) можно осуществлять через международные клиринговые системы (Euroclear, Clearstream), привела к тому, что влияние внешних факторов, в первую очередь, на конъюнктуру рынка ОФЗ, а затем (через них) и на остальные сегменты рублевого долгового рынка существенно увеличилось в 2013г.

Намеки со стороны ФРС США о возможности начала сворачивания программы QE3 уже осенью 2013года и одновременные многочисленные высказывания главы и других представителей ФРС США о необходимости получения подтверждений устойчивости роста американской экономики были основными факторами разнонаправленной динамики и высокой волатильности на всех мировых финансовых рынках в течение второй половины прошлого года. Негативное влияние было оказано на рынок облигаций США, где доходность 10-и летних UST выросла к середине лета более чем на 100-150 б.п. со своих минимальных значений, и во второй половине прошлого года американские гособлигации торговались достаточно волатильно с доходностью в пределах порядка 2,40-3,10% годовых.

Спрэд между 10-и летними UST и 10-ти летними ОФЗ (выпуск 262011 с погашением в январе 2023г.) по итогам 2013г. составлял в среднем 450-475 б.п.

Доходность 10-ти летних UST vs ОФЗ26211(01/2023г.) в 2013г., % годовых



Доля нерезидентов на рынке ОФЗ стабилизировалась на уровне 25-26%

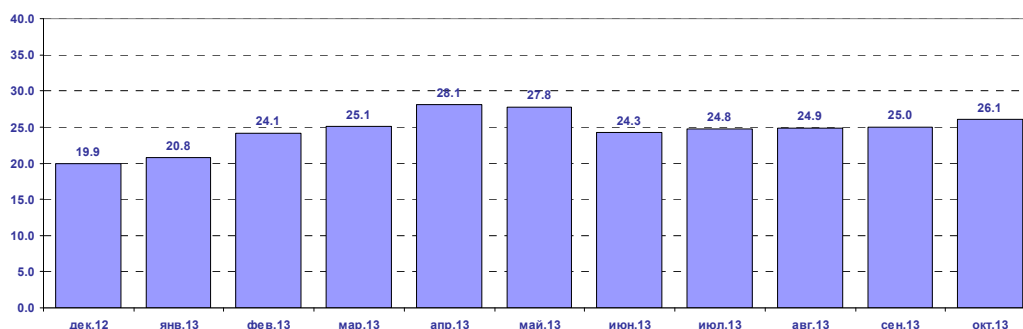
Любой рост ожиданий сворачивания программы QE3 приводил к повышению оттока средств со всех развивающихся рынков, в т.ч. с российских фондового и долгового рынков. Так, по данным Банка России максимальная доля нерезидентов на рынке ОФЗ наблюдалась в конце апреля 2013г. и составляла 28,1% от общего объема рынка. В июне было зафиксировано существенное снижение доли нерезидентов, которое так и не было компенсировано плавным

ОФЗ и суверенные рублевые еврооблигации торгуются на одном уровне

повышением в течение последующих месяцев. На конец октября доля нерезидентов превысила 26%.

Вместе с тем, нельзя не отметить, что в результате либерализации внутреннего рынка рублевых облигаций суверенные номинированные в рублях еврооблигации РФ и сопоставимые по срокам выпуски ОФЗ торгуются в настоящее время практически на одном уровне при незначительных отклонениях как в одну, так и в другую сторону.

Доля нерезидентов на рынке ОФЗ, % на конец месяца



Относительно стабильный уровень цен на нефть – один из главных факторов поддержки российского бюджета и финансовых рынков, но этого было явно недостаточно для роста последних

Периодические обострения конфликтов на Ближнем Востоке, в т.ч. и последняя в прошлом году угроза со стороны США нанести авиационные удары по Сирии, были основными причинами краткосрочного повышения цен на нефть в прошлом году (в отдельные дни цена нефти марки Brent превышала 115 \$/баррель). Нельзя не отметить, что, наряду с геополитической напряженностью, поддержкой высоких цен на углеводородное сырье остается сохранение относительно высокого спроса в США, в Европе, со стороны Китая. Именно экономическая потребность была главным фактором сохранения относительно стабильных цен на нефть в прошлом году: в пределах 100-110 \$/баррель по марке Brent. Принимая во внимание приближение нового отопительного сезона, можно ожидать сохранения цен на нефть как минимум в прежнем диапазоне.

Цена нефти Brent, долл. США / баррель



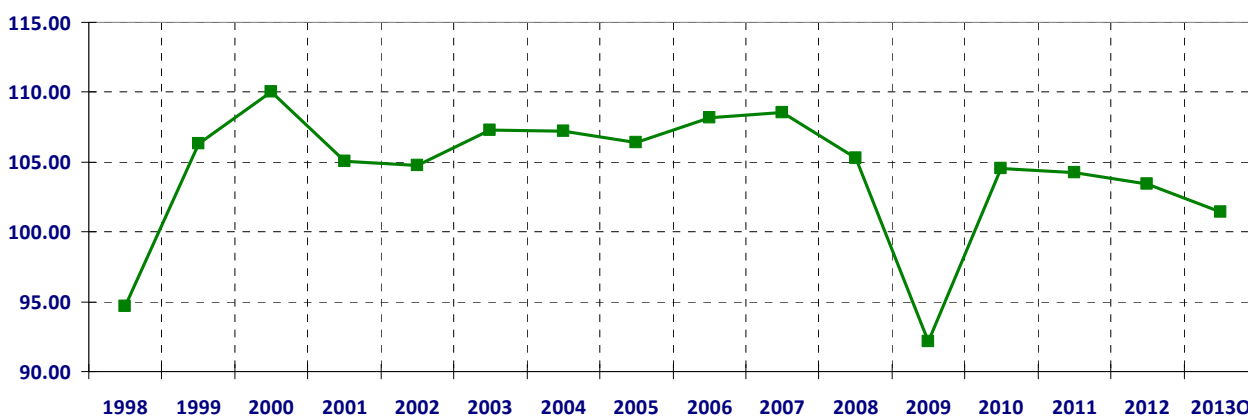
Влияние внутренних факторов

Ухудшение экономической ситуации в России – один из главных факторов негативного влияния на финансовые рынки в целом и на долговой рынок в частности.

Ухудшение экономической ситуации в России стало одним из факторов негативного влияния на финансовые рынки в целом и на долговой рынок в частности. По итогам первого полугодия 2013г. рост ВВП составил 1,4% к началу году и 1,8% к середине 2012г. Во второй половине года у правительства еще сохранялись надежды на оживление экономики, но при этом надо отметить, что Минэкономразвития (МЭР) все таки понизило прогноз на 2013 год в целом до 1,8% с 3,6%, заявленных в начале года. Однако существенного оживления экономики не произошло, и в результате в декабре 2013 года МЭР понизило прогноз роста ВВП за целый прошлый год до уровня 1,4%. Эта оценка выглядит существенно хуже, чем первоначально ожидалось Минэкономразвития и было зафиксировано по итогам всех после кризисных лет (в пределах 3,4-4,5%).

Очевидно, что такой ожидаемый результат стал причиной снижения прогнозов МЭР роста ВВП по итогам следующих нескольких лет. В среднесрочной перспективе министерство также не дает повода для оптимизма - оценка роста экономики на 2014 год была понижена до 2,5% с 3%, на 2015 год - до 2,8% с 3,1%.

Индекс физического объема ВВП (в % год к году)



Высокий уровень инфляционных ожиданий не позволял Банку России снизить уровень ставки рефинансирования

С 16 сентября 2013г. Банк России ввел новую «ключевую» ставку для операций с банками и поменял роль ставки рефинансирования

Несмотря на ухудшение экономической ситуации в стране и ожидания многих представителей, как участников финансовых рынков, так и предприятий реальной экономики, Банк России оставлял без изменения с сентября 2012г. ставку рефинансирования на прежнем уровне 8,25%.

На своем заседании 13 сентября 2013 г. Совет директоров Банка России в рамках перехода к режиму таргетирования инфляции принял решение о реализации комплекса мер по совершенствованию системы инструментов денежно-кредитной политики. Данные меры включали:

- 1) введение ключевой ставки Банка России путем унификации процентных ставок по операциям предоставления и абсорбирования ликвидности на аукционной основе на срок 1 неделя;
- 2) формирование коридора процентных ставок Банка России и оптимизацию системы инструментов по регулированию ликвидности

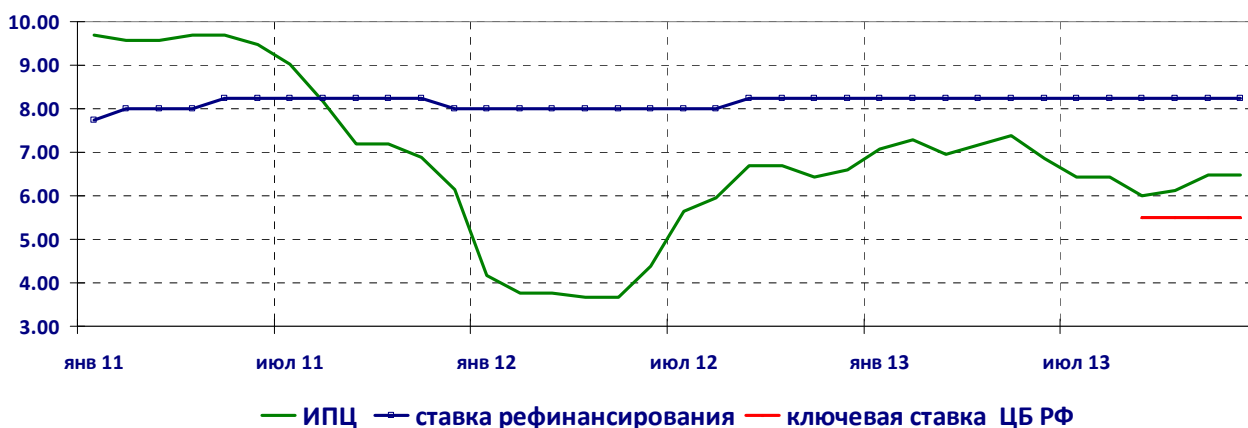
банковского сектора;

3) изменение роли ставки рефинансирования в системе инструментов Банка России.

Указанные мероприятия позволяют, по мнению Банка России, повысить прозрачность денежно-кредитной политики и улучшить ее понимание субъектами экономики, что будет способствовать усилению действенности процентного и информационного каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и достижению конечной цели по обеспечению ценовой стабильности.

Банк России объявил ключевой ставкой денежно-кредитной политики процентную ставку по операциям предоставления и абсорбирования ликвидности на аукционной основе на срок 1 неделя (5,50 процента годовых на 13 сентября 2013 года). Банк России намерен использовать ключевую ставку в качестве основного индикатора направленности денежно-кредитной политики, что, по мнению Банка, будет способствовать улучшению понимания субъектами экономики принимаемых Банком России решений. К 1 января 2016 года Банк России скорректирует ставку рефинансирования до уровня ключевой ставки. До указанной даты ставка рефинансирования будет иметь второстепенное значение.

Изменение индекса потребительских цен (в % год к году) vs ставка рефинансирования и ключевая ставка ЦБ РФ



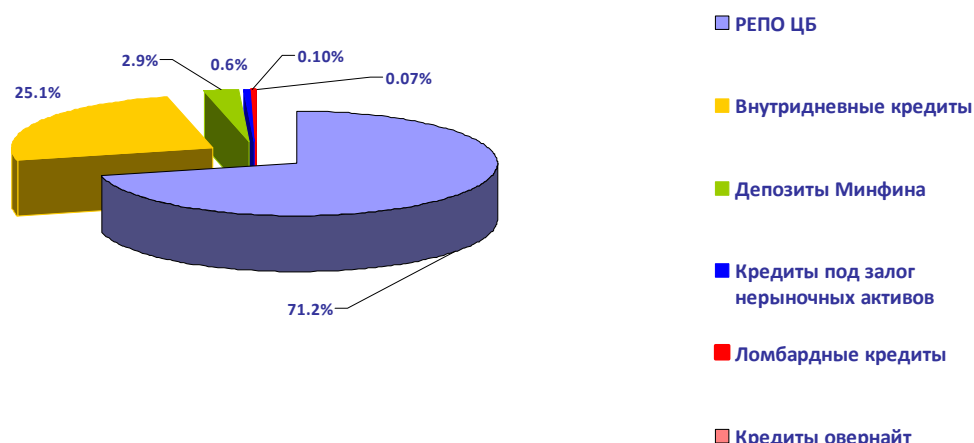
Безусловная готовность Минфина РФ и особенно ЦБ РФ (через операции РЕПО с ЦБ) рефинансировать банковскую систему – главный фактор стабильности на рынке МБК и на рынке рублевых облигаций

В 2013г. можно отметить относительно стабильный уровень ставок на рынке МБК, которые преимущественно находились в диапазоне 6,20-6,5% годовых. Такая стабильность стала результатом, в первую очередь, готовности Банка России и Минфина РФ предоставлять необходимую ликвидность банковской системе. Основным инструментом предоставления ликвидности Банком России в прошлом году были операции РЕПО, общий объем которых в 2013г. составил более 145,55 трлн. руб. Более половины от общего объема таких сделок РЕПО пришлись на операции со сроком 7 дней, около трети – на срок 1 день. В общем объеме рефинансирования банковской системы на долю операций РЕПО приходилось более 70%. Порядка 25% от общего объема рефинансирования пришлось на внутрисуточные кредиты. Существенно вырос объем кредитов под нерыночные активы и поручительства (около 1,3 трлн. руб. или 0,6% от общего объема) после введения в практику проведения трехмесячных и годовых аукционов. Ломбардные кредиты и кредиты овернайт

(порядка 200 и 140 млрд. руб. соответственно) пользовались существенно более низким спросом ввиду их высокой стоимости (6,5%).

Минфин РФ предоставил банковской системе в 2013г. бюджетных средств под депозиты на общую сумму около 5,937 трлн. рублей. При этом, в начале года банки особо не нуждались в дополнительной ликвидности и ежемесячный объем привлечения составлял в пределах 100-380 млрд. рублей. В октябре – декабре 2013г. объем бюджетных средств, привлеченных на депозиты в течение месяца, достигал 0,77-1,4 трлн. рублей. Начиная с июня 2013г. задолженность банков перед казной на конец месяца не опускалась ниже 600 млрд. руб., а в конце сентября и октября превышала 881 и 931 млрд. руб. соответственно. Лишь в конце декабря 2013г. объем бюджетных средств на банковских депозитах снизился до 100 млрд. рублей.

Структура рефинансирования банковской системы со стороны Банка России и Минфина РФ



Структура задолженности банковской системы перед Банком России и Минфином РФ на начало 2014г.

Источник	Объем, млрд. руб.	Средняя ставка, %
Депозиты Минфина	100.00	5.94
РЕПО ЦБ	2 543.30	5.533
SWAP	3.276	6.50
Кредиты под залог нерыночных активов	1 292.30	5.75
Ломбардные кредиты	6.595	6.50
Итого	3945.5	5.62

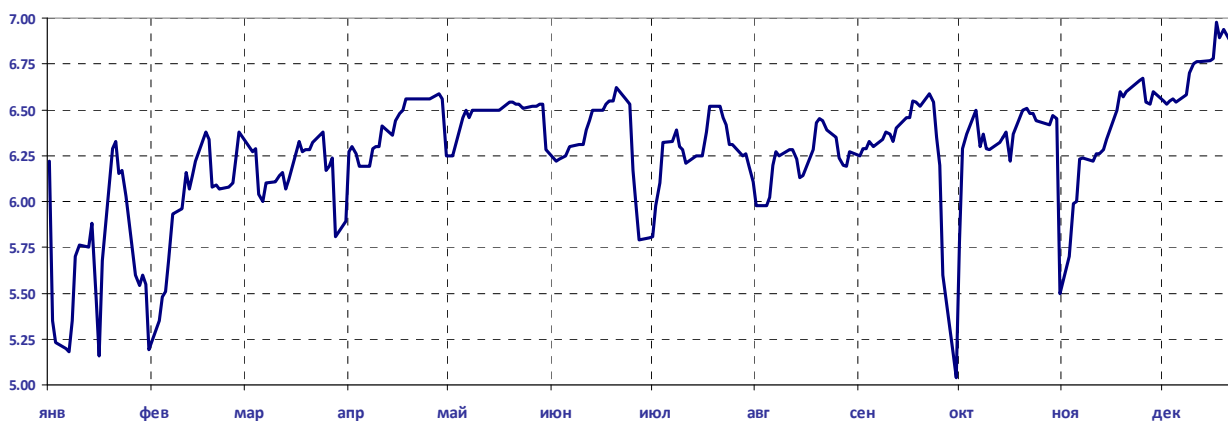
Благодаря действиям по предоставлению дополнительной ликвидности Банка России и Минфина РФ ситуация на рынке МБК была достаточно спокойной в течение практически всего года. При этом

Рост процентных ставок на рынке МБК в

конец 2013г. был обусловлен в большей мере действиями Банка России по «зачистке» банковской системы, чем проблемами с ликвидностью

повышение ставок в середине ноября и сохранение их на относительно высоком уровне в декабре было обусловлено, прежде всего, ростом напряженности и недоверия в банковской системе после отзыва лицензии у Мастер-Банка и продолжения действий Банка России по «зачистке» банковской системы. Распространение различных слухов о проблемах в тех или иных банках (прежде всего в региональных), хождение «черных списков» кредитных организаций – все это привело к приостановке банками лимитов друг на друга, к существенному сокращению операций на рынке МБК и, соответственно, к росту ставок. Негативную реакцию продемонстрировал и рынок рублевых банковских облигаций, доходность которых существенно выросла и по второму-третьему эшелонам достигала 15-20% годовых.

MosPrime Rate сроком 1 день в 2013г., % годовых



Внешние и внутренние факторы способствовали умеренному ослаблению рубля в 2013г.

Сокращение интереса инвесторов к рынкам развивающихся стран и ухудшение оценки долгосрочных перспектив российской экономики способствовало ослаблению рубля, которое по итогам 2013г. к доллару США составило 7,76%, что достаточно существенно, но гораздо ниже, чем на многих развивающихся рынках.

Прогнозируемое снижение оттока капитала в ближайшие годы может поддержать рубль

Основной причиной такой динамики российского рубля, несмотря на сохранение высоких цен на нефть, является продолжающийся высокий отток капитала из страны. Если в 2012 году по оценке ЦБ РФ чистый отток капитала из России замедлился до \$54,1 млрд. с \$80,5 млрд. годом ранее, то в 2013 г. был зафиксирован рост до \$62,7 млрд. При этом Банк России прогнозирует в 2014 году чистый отток в \$30 млрд. по базовому сценарию, в 2015 году – в \$15 млрд., в 2016 году – \$5 млрд. Прогноз Минэкономразвития на 2013г. год был чуть оптимистичнее ожиданий Банка России и составлял порядка \$57млрд.. На 2014 год прогнозы обоих ведомств совпадают и более оптимистичны, чем на прошедший год, что может положительно сказаться на стабилизации курса рубля.

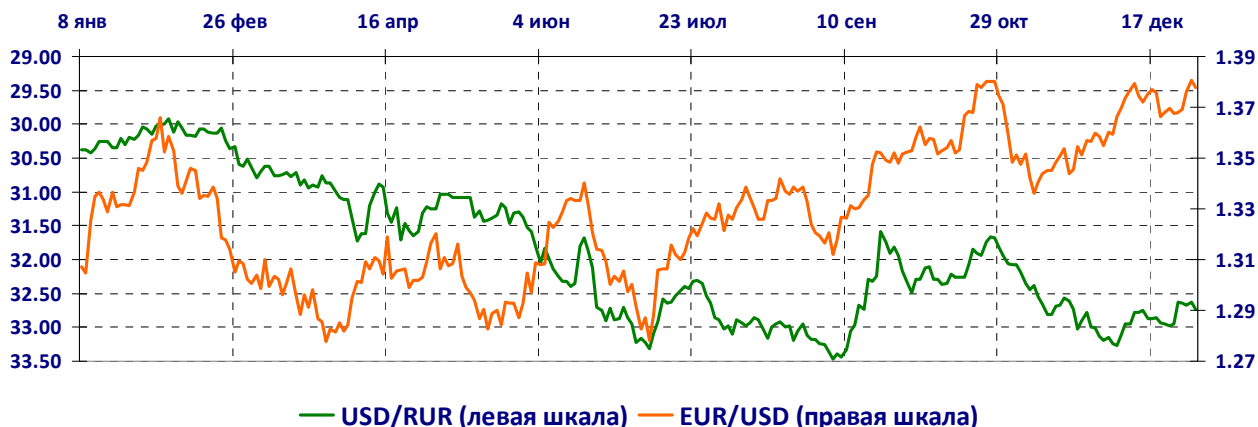
Необходимость регулярных интервенций на валютном рынке со стороны Банка России, объем которых по итогам 2013г. оценивается в

Банк России сделал очередные шаги в направлении свободного плавления рубля

размере порядка 27 млрд. долларов США, определила дальнейшее расширение и повышение границ коридора бивалютной корзины. В 2013г. (особенно во второй половине года после того, как в октябре ЦБ РФ внес существенные изменения в механизм курсовой политики) в результате проведения многократных изменений нижняя граница была повышена с 31,65 до 33,10 руб., а верхняя граница с 38,65 до 40,10 руб. Кроме того, Банк России значительно изменил "внутренние" параметры плавающего коридора бивалютной корзины, расширив с 1 до 3,1 рубля "нейтральную" область, т.е. область значений корзины, когда интервенции не проводятся. Банк России при этом сдвинул уровень, при котором регулятор не проводит интервенции, к текущим рыночным котировкам. Именно после этого изменения регулятор получил возможность в отдельные дни вовсе не проводить интервенции в поддержку российской валюты. Одновременно, Банк России несколько раз снижал объем накопленных интервенций, приводящих к сдвигу границ операционного интервала, в декабре 2013г. этот объем сокращен до \$350 млн.

С 13 января 2014г. ЦБ РФ отказался от целевых валютных интервенций, снизив их размер с \$60 млн. в день до нуля, объяснив это решение «стремлением повысить гибкость курсообразования в рамках постепенного перехода к плавающему валютному курсу с 2015г.» Очевидно, что после такого решения границы коридора могут меняться чаще, а волатильность курса рубля может существенно вырасти.

Динамика курса рубля и евро к доллару США в 2013г.



Рынок рублевых облигаций

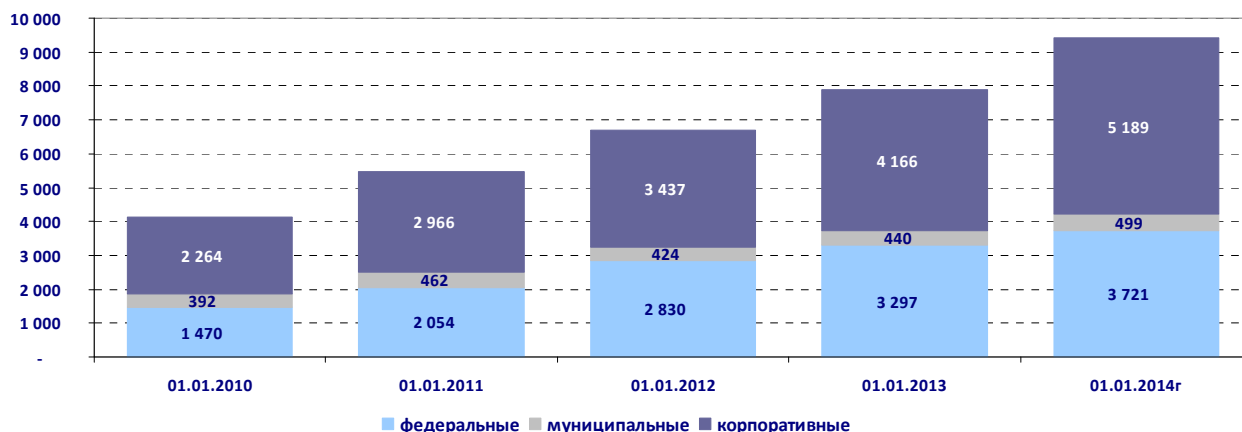
Объем рынка рублевых облигаций в обращении

Рост объема рынка рублевых облигаций в обращении составил по итогам 2013г. около 19%, что несколько выше показателя предыдущего года

По состоянию на 1 января 2014г. объем рынка рублевых облигаций в обращении составил более 9 408,9 млрд. руб. по номинальной стоимости. Рост с начала года составил 19,1%, что на один процент выше показателя предыдущего года, составившего 18,1%, но ниже на 3% и 14% показателей 2011г. и 2010г. соответственно. Снижение темпов роста рублевого долгового рынка в 2012-2013гг. по сравнению с предыдущими годами происходит в результате 2-3 кратного сокращения темпов роста в сегменте федеральных облигаций.

Рынок ОФЗ вырос в 2013г. на 12,9% и составил более 3 720,9 млрд. руб. В 2012г. рост рынка составлял 16,5%, а в 2010-2011гг. рынок рос в пределах 38-40% ежегодно. Доля федеральных облигаций в общем объеме рынка рублевых облигаций составила на начало 2014г. 39,5% против 41,7% на начало прошлого года, что связано с неблагоприятной конъюнктурой, наблюдаемой в течение большей части прошедшего года, и отсутствием спроса на долгосрочные бумаги, которые предлагал Минфин РФ.

Объем рынка рублевых облигаций в обращении, млрд. руб.



Несмотря на рост рынка субфедеральных облигаций по итогам 2013г. не 13,4%, его доля в суммарном объеме рублевых облигаций в обращении снизилась

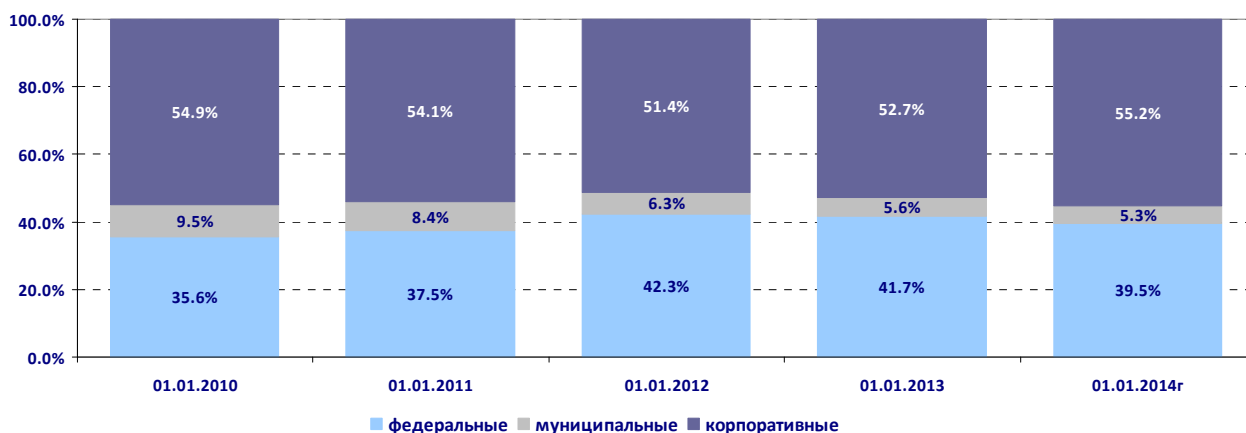
Рынок муниципальных облигаций вырос за год на 13,4%, что стало лучшим результатом за последние три года, и составил на начало 2014г. около 498,6 млрд. рублей. Тем не менее, доля муниципальных облигаций в общем объеме рынка рублевых облигаций составила на начало 2014г. около 5,3% против 5,6% на начало 2013 года, что связано с относительно небольшим количеством эмитентов – субъектов РФ, которые используют для финансирования инструменты публичного долга. А среди существующих эмитентов отсутствует большинство крупных регионов, которые могли выйти на рынок с крупными объемами заимствования. За последние 4 года доля муниципальных облигаций снизилась почти вдвое, что стало результатом, прежде всего, «отказа» от активных операций на облигационном рынке крупнейшего регионального эмитента – г.Москва.

Рынок корпоративных облигаций вырос за прошлый год на 24,6%,

Корпоративные заемщики – лидеры на облигационном рынке: с наиболее высокими темпами роста и с долей более 55%

практически вдвое опередив по темпам роста другие сегменты, и составил на начало 2014г. более 5 189,3 млрд. рублей. Доля корпоративных облигаций в общем объеме рынка рублевых облигаций достигла своих исторических максимумов и составила на начало 2014г. 55,2% против 52,7% на начало 2013 года. Это связано, по нашему мнению, с относительно большим количеством эмитентов, которые имеют рейтинги приемлемого уровня от международных рейтинговых агентств и предлагают рынку относительно «короткие» (от 1 года до 3-х лет) облигации с относительно высокими ставками по сравнению с федеральными и муниципальными облигациями.

Структура рынка рублевых облигаций, %



Первичный рынок рублевых облигаций

Совокупный объем размещений рублевых облигаций на первичном рынке по итогам 2013г. составил около 2865 млрд. руб., что на 34,2% больше чем за предыдущий год - в 2012 г. совокупный объем размещения составил более 2135 млрд. руб.

В 2013г. Минфин РФ смог разместить только 78% от запланированной суммы из-за плохой конъюнктуры рынка в отдельные периоды

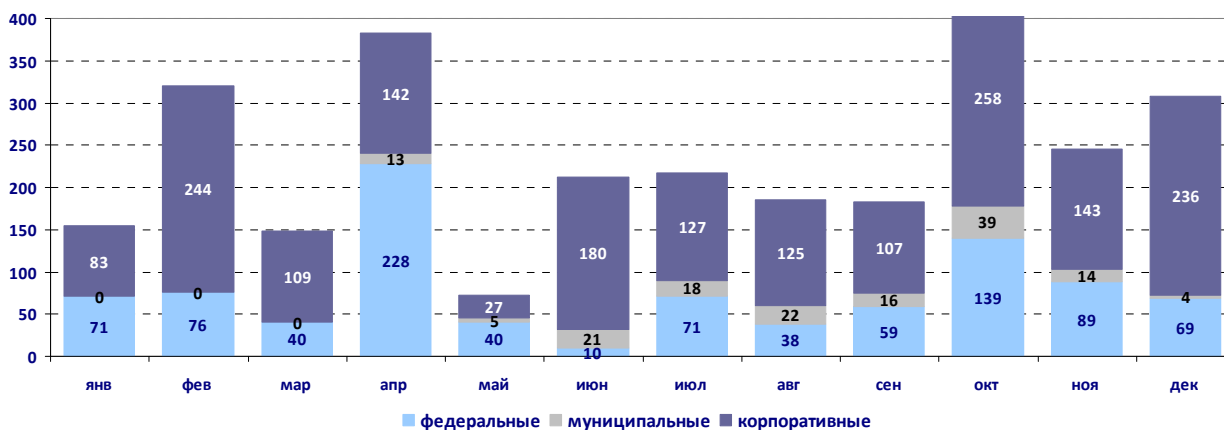
На рынке ОФЗ объем размещений составил около 931,3 млрд. руб. по номиналу, что на 17,2% выше объема за предыдущий год. В тоже время достигнутый результат был на 22% ниже уровня запланированного на 2013г. объема размещения Минфином РФ (1 215 млрд. руб.) и на 18% ниже предложенного эмитентом на аукционы объема (1136,1 млрд. руб.). Основной причиной отставания от плана стало отсутствие спроса со стороны инвесторов на долгосрочные выпуски во время неблагоприятной конъюнктуры. Так, например, в мае не состоялся один аукцион, а остальные проходили при низком спросе, в июне удачно прошел единственный (по трехлетним облигациям) из двух проведенных аукционов. Самым удачным стал июль текущего года, когда общий объем размещения составил более 228 млрд. руб. или 40% от общего объема размещения с начала года. В тоже время, нельзя не отметить, что ситуация на рынке может измениться очень быстро и разнонаправлено. Так, например, 28 августа Минфин РФ не смог разместить ни одной бумаги выпуска 26211 с погашением в январе 2023г., а 11 сентября спрос на эти облигации в 4 раза превысил предложение, которое было удовлетворено эмитентом полностью.

Согласно распоряжению Правительства РФ от 26 декабря 2013г.,

В 2014г. Минфин РФ запланировал объем первичных размещений почти на 1/3 меньше чем по плану на 2013г.

Минфин РФ в 2014 году может разместить рублевые гособлигации в объеме не превышающем 825,2 млрд. рублей по номинальной стоимости. Исходя из предположения, что средняя цена размещения облигаций на рынке капитала сложится на уровне 98% от номинала, привлечение денежных средств оценивается Минфином РФ в размере 808,7 млрд. руб.

Объем первичного размещения рублевых облигаций в 2013г., млрд. руб.



Потребность в дополнительных денежных средствах «вывела» регионы на рынок облигаций раньше, чем обычно

Субъекты РФ разместили в 2013г. облигаций на общую сумму порядка 151,8 млрд. руб., что на 23% выше показателя предыдущего года. Характерной особенностью прошлого года стало то, что если раньше регионы традиционно активизировали свою деятельность по размещению новых выпусков в последние месяцы каждого года для покрытия дефицита бюджета, то в 2013г. регионы стали активно занимать уже летом, а пик активности пришелся на октябрь 2013г.

Объем размещений корпоративных облигаций на 46% выше уровня за предыдущий год. Широкий круг качественных эмитентов и относительно небольшие сроки заимствования позволили показать очередной рекорд по итогам 2013г.

На рынке корпоративных облигаций объем первичных размещений в 2013г. составил 1 782 млрд. руб., что на 46,4% выше показателя предыдущего года. При этом порядка 51% пришлось на «классические» облигации, а остальной объем – на биржевые облигации, которые стали гораздо привлекательнее после изменений в законодательстве (возможность увеличения срока, внебиржевые сделки, начало вторичных торгов в день размещения и т.д.). В 2013г. было размещено биржевых облигаций на 82% больше, чем в предыдущем году. В то время как рост размещения классических облигаций составил всего чуть более 22%.

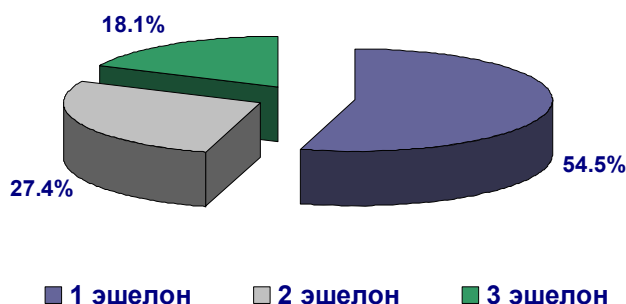
«Биржевые» облигации пользуются все большим спросом после изменений в законодательстве и по итогам 2013г. объем их размещений составили около половины размещения в корпоративном секторе

В октябре 2013г. объем первичных размещений корпоративных облигаций превысил 257,5 млрд. руб., что стало вторым показателем за месяц за всю историю рынка (максимальный объем размещения был зафиксирован в октябре 2012г. – около 285,5 млрд. руб.). Вторым и третьим месяцем по объему размещений были декабрь и июнь 2013 года, однако большая часть из них носила «нерыночный» характер. В мае прошлого года был зафиксирован один из самых слабых результатов первичного размещения – около 27,4 млрд. руб.

Надо отметить, что в отличие от долгосрочных ОФЗ у более чем 50%

размещенных облигаций срок обращения составлял до трех лет (в т.ч. около 20% - до 1 года). При этом более 54% от объема размещения корпоративных облигаций пришлось на облигации 1 эшелона (наиболее качественных заемщиков). Еще порядка 27% в общем объеме размещения корпоративных облигаций занимали бумаги компаний 2-го эшелона и порядка 18% - облигации 3-го эшелона.

Структура первичного размещения корпоративных облигаций в 2013г. по эшелонам



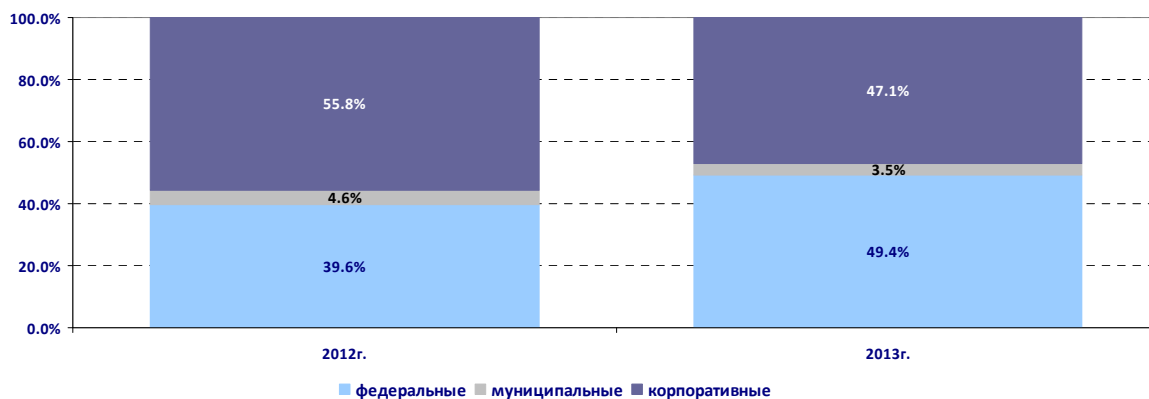
Вторичный рынок рублевых облигаций

Суммарный биржевой объем сделок с рублевыми облигациями в 2013г. превысил 12,6 трлн. руб., что на 17% больше показателя за предыдущий год.

Столь высокие результаты обусловлены стремительным ростом объема вторичных торгов с ОФЗ, который по сравнению с предыдущим годом вырос на 46% и составил более 6,23 трлн. руб. В суммарном объеме биржевых торгов доля операций с ОФЗ выросла до 49,4% (с 39,6% годом ранее) и превысила долю корпоративных облигаций, которая снизилась до 47,1% в прошлом году по сравнению с 55,8% по итогам 2012 года. Очевидно, что рост активности на вторичном рынке стал результатом либерализации рынка ОФЗ. Активные действия нерезидентов по наращиванию своих портфелей наблюдались в начале текущего года, и еще более активные действия по их продаже – летом прошлого года.

Либерализация рублевого долгового рынка стала причиной стремительного роста объема биржевых операций с ОФЗ на вторичном рынке в результате активных действий инвесторов – нерезидентов по наращиванию и продаже своих портфелей в отдельные периоды года

Структура биржевых вторичных торгов рублевыми облигациями в 2012- 2013г., %

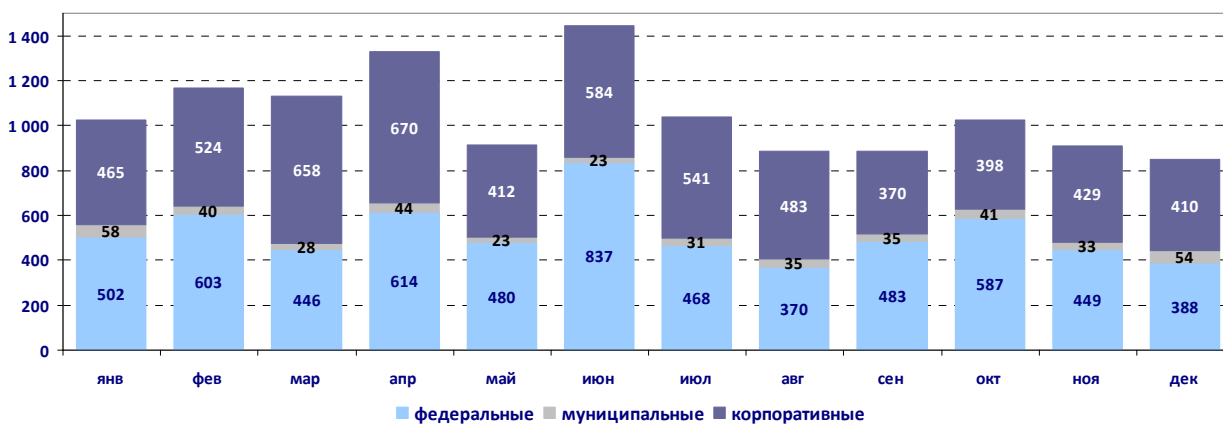


На фоне резкого роста активности в других сегментах рынка малоактивные торги с муниципальными облигациями существенно снижают их долю на вторичном рынке. Муниципальные облигации покупают и держат преимущественно «до погашения»

Объем сделок с муниципальными облигациями в 2013г. составил порядка 445 млрд. руб., что почти на 10% ниже показателя предыдущего года. Доля в суммарном биржевом обороте снизилась до 3,5% против 4,6% по итогам 2012 года. Относительно низкий оборот на вторичном рынке обусловлен небольшим общим объемом облигаций в обращении и преимущественно инвестиционным характером их покупки со стороны инвесторов (таких как УК, банки).

Объем сделок с корпоративными облигациями в 2013г. по сравнению с предыдущим годом незначительно на 1,1% снизился и составил около 5,95 трлн. руб. За весь 2012г. с корпоративными облигациями на ФБ ММВБ было совершено сделок на сумму более 6,01 трлн. руб. Отсутствие роста объема сделок на вторичном рынке, очевидно, было обусловлено неблагоприятной конъюнктурой и, в то же время, отсутствием «панических» продаж, которые нередко наблюдались в предыдущие годы в кризисные моменты. Учитывая, что порядка 75% обращающихся облигаций входит в Ломбардный список Банка России, банки не спешили продавать облигации, предпочитая использовать их для рефинансирования своей деятельности. Многие инвесторы (в первую очередь УК, НПФ и т.п.) также не спешили фиксировать убытки и не продавали подешевевшие облигации.

Объем биржевых вторичных торгов рублевыми облигациями в 2013г., млрд. руб.

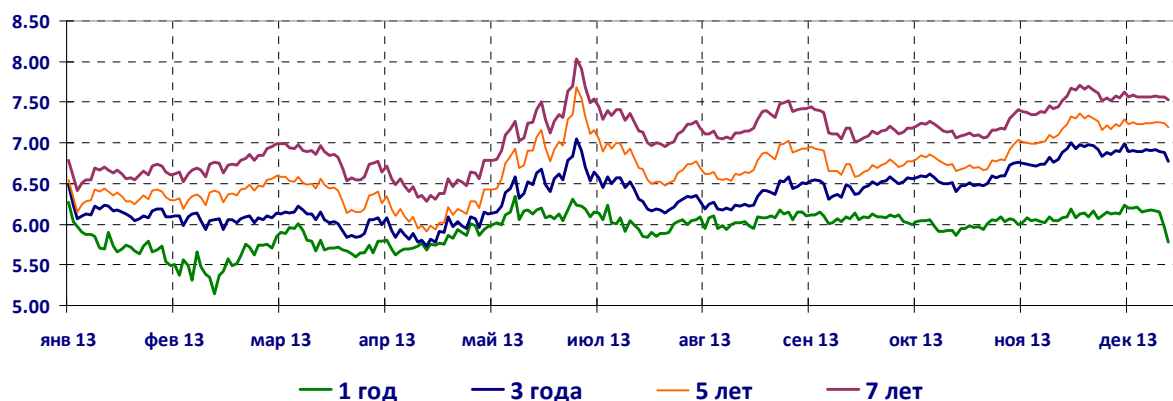


Высокая волатильность наблюдалась в долгосрочных выпусках ОФЗ, «короткий» сектор был относительно стабилен

В течение 2013 г. единой тенденции в движении процентных ставок на рынке рублевых облигаций не наблюдалось на фоне изменения конъюнктуры на мировых финансовых рынках. Наибольший рост процентных ставок на рынке ОФЗ был зафиксирован в мае – июне, в конце августа и в конце ноября 2013г.. Особенно высокая волатильность наблюдалась в долгосрочных выпусках ОФЗ с дюрацией от 5 лет и больше: рост доходности составлял в пределах 1,5-2,0 п.п. (изменение цен составляло до 10-12 п.п.). Столь существенные колебания цен и доходности объясняются, прежде всего, наличием относительно большой доли иностранных инвесторов на «долгосрочном» конце кривой. По итогам 2013г. рост доходности на «длинном» конце кривой (с дюрацией более 5 лет) составил от 1 п.п. и чуть выше. В тоже время на «кратко- и среднесрочном» участке

кривой ОФЗ ситуация была более спокойной: повышение ставок не превышало 0,25-0,5 п.п. по бумагам с дюрацией 2-3 года и на 0,5-0,75 п.п. с дюрацией 3-5 лет.

Средняя доходность ОФЗ с различной дюрацией в 2013г., % годовых



Волатильность в муниципальном и корпоративном сегментах рублевого облигационного рынка гораздо ниже, но риск потери ликвидности при неблагоприятной ситуации очень велики

Если посмотреть на динамику средней доходности муниципальных и корпоративных облигаций, то нельзя не отметить, что волатильность в этих сегментах рублевого облигационного рынка гораздо ниже, чем в сегменте государственных облигаций. Хотя надо признать, что в критические моменты неблагоприятной ситуации рынок муниципальных и корпоративных облигаций практически теряет свою ликвидность, т.е. продать облигации, снизив как на рынке ОФЗ цену, практически не возможно.

«Cbonds» индексы средневзвешенной эффективной доходности в 2013г., % годовых



Источник: индексы облигаций CBonds

Спрэд к ОФЗ муниципальных облигаций составляет порядка 150-220 б.п., корпоративных облигаций 1-го эшелона 110-130 б.п.

В настоящее время большая часть муниципальных облигаций торгуется на вторичном рынке со спрэдом к ОФЗ на уровне 150-220 б.п. Корпоративные облигации 1-го эшелона торгуются на вторичном рынке со спрэдом к ОФЗ порядка 120-140 б.п., облигации 2-го эшелона - со спрэдом порядка 200-300 б.п., а 3-го эшелона – со спрэдом от 250-300 б.п. и выше.

Перспективы рынка рублевых облигаций в 2014г.

Сворачивание QE3 может быть достаточно плавным, с возможными паузами...

После прошлогоднего резкого роста доходности 10-и летних UST на слухах, в текущем году можно ожидать сохранение высокой волатильности и движения ставок в пределах 2,75-3,25% годовых

Цены на нефть могут держаться в диапазоне \$110-115 за баррель на фоне ожидаемого повышения темпов роста мировой экономики

Переход к плавающему курсу приведет к росту волатильности, но не означает однозначного ослабления рубля. В текущем году мы не исключаем периодов укрепления рубля и его относительной стабильности под влиянием различных внешних и внутренних факторов

Снижение инфляции и дальнейшее развитие и совершенствование рефинансирования банковской системы может привести к снижению ставок как на рынке МБК, так и на

Принятое на декабрьском заседании решение ФРС США о начале сворачивания программы по выкупу активов на 10 млрд. долларов США, начиная с января текущего года, было и остается важным событием для мировых финансовых рынков, однако, не смогло снять полностью ту напряженность, которая присутствует на рынке последние полгода. Очевидно, привязка дальнейших действий ФРС США к ситуации в экономике США и достижению ею определенных показателей будет означать, что снижение выкупа активов может быть достаточно плавным, с возможными паузами, и продлится до конца текущего года. Кроме того, можно ожидать сохранения мягкой денежно-кредитной политики (с точки зрения сохранения нулевых ключевых процентных ставок) ФРС США как минимум в течение ближайших 1-1,5 лет, учитывая медленные темпы восстановления американской экономики в настоящее время и необходимость определенного времени для достижения поставленных ориентиров по рынку труда. С учетом вышесказанного, а также с учетом уже произошедшего в середине прошлого года на появлении первых намеков со стороны ФРС о сворачивании QE3 почти двукратного роста доходности 10-ти летних US Treasuries, в ближайшее время не стоит ждать дальнейшего существенного роста. При сохранении высокой волатильности на рынке можно ожидать колебания доходности 10-ти летних UST в пределах 2,75-3,25% годовых

Мы ожидаем сохранения относительно высоких и стабильных цен на нефть в пределах \$105-115 за баррель как минимум до конца первого или середины второго кварталов текущего года в связи с продолжением отопительного зимнее - весеннего сезона. Во второй половине года можно ожидать сохранения цен на нефть в рамках указанного диапазона. Возможно даже и повышение нижней границы, учитывая перспективы оживления экономики в США, Европе и ряде других стран, о чем свидетельствует, например, повышение прогноза роста мировой экономики со стороны Всемирного Банка на 2014г. до 3,2% с 3% ранее. Не исключено, что рост мировой экономики может стать хорошим стимулом для повышения спроса (и соответственно цен) и на другие сырьевые товары, что могло бы существенно увеличить объем экспортной выручки РФ.

Принимаемые Банком России меры по переходу к плавающему курсу рубля могут привести к росту волатильности российской валюты, но не к однозначному существенному ослаблению в ближайшее время. Мы не исключаем, что на фоне стабильных цен на нефть, повышения экспортной выручки на других сырьевых рынках можно будет ожидать и периоды укрепления, и периоды относительной стабилизации курса рубля в текущем году. Кроме того, нельзя не принимать во внимание прогнозы по снижению оттока капитала из страны уже начиная с текущего года.

Мы ожидаем, что предпринимаемые правительством и Банком России усилия по снижению инфляции могут дать определенные результаты по итогам текущего года. Снижение инфляции в 2014г. на 1,0-1,5 п.п. по сравнению с показателем 2013г. (6,5%) нам представляется вполне реальным. Возможно, что введение Банком России коридора процентных ставок

рынке кредитования реального сектора

(4,5-6,5%) для рефинансирования банковской системы и дальнейшие действия по развитию системы предоставления и абсорбирования ликвидности на аукционной основе на различные сроки будет способствовать снижению процентных ставок как на межбанковском рынке, так и на рынке кредитования реального сектора.

Волатильность на рынке ОФЗ сохранится в 2014г., включение в Global Aggregate Index может привлечь на рынок новых инвесторов-нерезидентов

На рынке ОФЗ (особенно на долгосрочном «конце кривой») можно ожидать сохранение высокой волатильности в 2014г. При сохранении среднего спреда между российскими и американскими 10-ти летними облигациями на уровне прошлого года в пределах 460-480 б.п. доходность 10-ти летних ОФЗ можно ожидать в пределах от 7,35 – 7,55% до 7,85-8,05% годовых. Вместе с тем, мы не исключаем возможности некоторого сужения спредов, например, после включения ОФЗ после 31 марта 2014г. в Global Aggregate Index. В индекс смогут войти только ОФЗ без амортизации, выпущенные после 2008г., а их рыночный вес в индексе по оценке Barclays составит 0,18%.

Очевидно можно ожидать повышение спроса на качественные субфедеральные и корпоративные облигаций после их включения в Euroclear и Clearstream

Что касается субфедеральных и корпоративных облигаций, то в феврале 2014г. ожидается их включение в систему международных расчетов Euroclear и Clearstream. Очевидно, что в этом случае можно ожидать повышение спроса со стороны инвесторов – нерезидентов на облигации качественных эмитентов, что в свою очередь может привести к перераспределению портфелей и интересов российских инвесторов.

Реинвестирование большей части средств в размере порядка 1,7 трлн. руб., полученных в виде купонов и после погашений, может поддержать рынок в 2014г.

Кроме прихода новых средств поддержку рынку рублевых облигаций окажут средства в объеме порядка 700-750 млрд. руб., полученные в виде купонных доходов, и в объеме порядка 1 трлн. руб., полученные в результате погашения ОФЗ, субфедеральных и корпоративных облигаций. Очевидно, что большая часть этих средств будет реинвестирована на рынке рублевых облигаций.

Снижение инфляции – основной фактор сохранения интереса российских инвесторов к рублевым облигациям

Основными факторами сохранения интереса российских инвесторов к рынку рублевых облигаций при текущих уровнях ставок может стать снижение инфляции и расширение «премии», предлагаемой рублевыми облигациями. Для российских банков – крупнейших инвесторов на рынке рублевых облигаций интерес к облигациям обеспечит расширение возможности и рост привлекательности рефинансирования в Банке России под залог данных бумаг.

ГРУППА КОМПАНИЙ «РЕГИОН»

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

Многоканальный телефон: (495) 777 29 64

Факс: (495) 7772964 доб. 234

www.region.ru

REUTERS: REGION
 BLOOMBERG: RGNM



ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

Рублевый облигационный рынок

Артур Аракелян	(доб.659, arakelyan@region.ru)
Владислав Владимировский	(доб. 268, vlad@region.ru)
Дарья Грищенко	(доб. 185, grischenko@region.ru)
Павел Денисов	(доб. 483, denisov@region.ru)
Василий Домась	(доб. 244, domas@region.ru)
Петр Костиков	(доб. 471, kostikov@region.ru)
Екатерина Шилиева	(доб. 253, shilyaeva@region.ru)

Рынок еврооблигаций

Александр Никонов	(доб. 246, nikonov@region.ru)
Максим Швецов	(доб. 402, shvetsov@region.ru)

Вексельный рынок

Богдан Крищенко	(доб. 580, krischenko@region.ru)
Павел Голышев	(доб. 460, golyshhev@region.ru)
Аркадий Бородин	(доб. 539, borodin@region.ru)

Организация облигационных займов

Александр Борисов	(доб. 291, borisov@region.ru)
-------------------	---

Аналитика по долговым рынкам

Александр Ермак	(доб. 405, aermak@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.