



Рынок субфедеральных облигаций: в ожидании лучшей конъюнктуры

Александр Ермак,
Главный аналитик долговых рынков
БК "РЕГИОН"

В январе 2014г. рынок субфедеральных облигаций (как и весь рынок рублевых облигаций в целом) вновь оказался под давлением на фоне эскалации вооруженного конфликта на юге-востоке Украины и последующей жесткой риторики со стороны отдельных западных политиков относительно возможного ужесточения санкций к России. Нефть в начале года оставалась слабой, а курса рубля к доллару вновь стал расти, приблизившись к отметке в 65 руб. за доллар. Вместе с тем итоги первого квартала 2015г. в целом вселяют определенные надежды на улучшение конъюнктуры рынка субфедеральных облигаций: снижение уровня процентных ставок и восстановление рынка первичных размещений.

В начале текущего года рынок рублевых облигаций вновь оказался под давлением на фоне эскалации вооруженного конфликта на юге-востоке Украины и последующей жесткой риторики со стороны отдельных западных политиков относительно возможного ужесточения санкций к России. Нефть в начале года оставалась слабой, а курса рубля к доллару вновь стал расти, приблизившись к отметке в 65 руб. за доллар. Дополнительным фактором давления на 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 «Ваа3» (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.

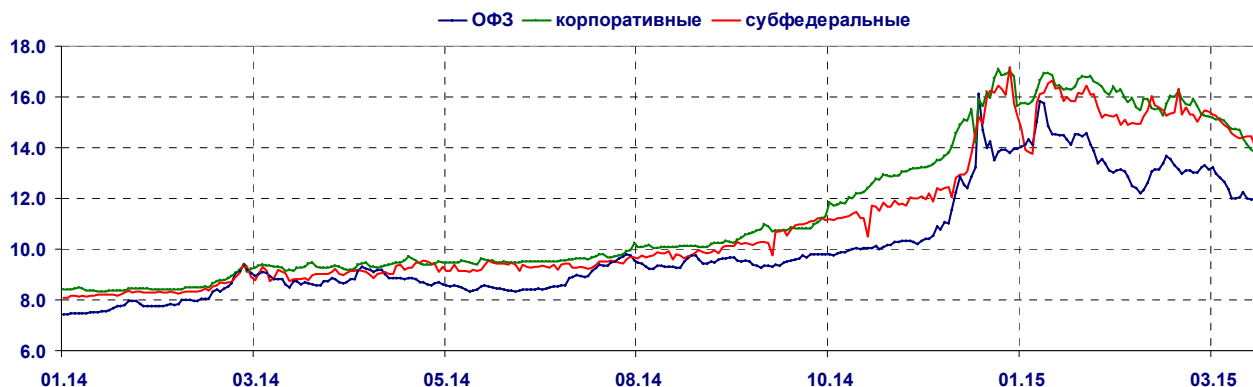
Однако в феврале – марте 2015г. ситуация начала меняться в лучшую сторону. Первым приятным сюрпризом для долгового рынка стало решение Банка России о снижении ключевой ставки сразу на 200 б.п., принятое 30 января 2015г. с учетом изменения баланса рисков ускорения роста потребительских цен и охлаждения 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, где по итогам первого квартала было зафиксировано укрепление рубля как доллару США, так и к европейской валюте (порядка 2,7% и 9,2% соответственно), которое в начале апреля даже ускорилось в 2-3 раза.

Ожидания участников долгового рынка относительно дальнейшего снижения ключевой ставки в текущем году, которые были подкреплены решением Банка России уже в середине марта (ставку снизили еще на 100 б.п.), стали основным движущим фактором для рублевого долгового рынка в последние два месяца и могут остаться им в кратко- и среднесрочной перспективе. Снижению процентных ставок на рублевом рынке облигаций не помешало даже принятое 20 февраля т.г. решение агентства Moody's о снижении рейтинга России на одну ступень до «неинвестиционного» уровня «Ваа3», реакция рынка на которое было ограниченным и кратковременным.

В результате на фоне благоприятной конъюнктуры с начала года в начале апреля 2015г. доходность на вторичном рынке ОФЗ снизилась в пределах 350-400 б.п. до 11,5-12,0% годовых в коротком и среднесрочном секторах (с дюрацией до 5 лет) и в пределах 250-300 б.п. до 11,3-11,5% годовых на долгосрочном конце «кривой». На рынке корпоративных облигаций доходность первого эшелона снизилась

до уровня 13,0-14,5% годовых, второго и третьего – до уровня 15,00-16,00% и 16,00-18,00% соответственно. Процентные ставки по субфедеральным облигациям первого эшелона снизились до уровня 14,0-14,5% годовых, второго и третьего – до уровня 15,00-16,00% и 16,00-17,00% соответственно.

Индексы «Cbonds» средневзвешенной эффективной доходности, % годовых



Относительно более высокие ставки по субфедеральным облигациям объясняется большими сроками до погашения: дюрация составляет преимущественно в пределах 1,0-2,5 лет против преимущественно 0,5-1,0 года до оферт по корпоративным облигациям.

Активность на вторичном рынке рублевых облигаций в первом квартале 2015г. была относительно слабой. Суммарный биржевой оборот на ФБ ММВБ составил немногим более 1 536 млрд. руб., что почти на 54% ниже показателя за аналогичный период 2014г. Оборот на рынке субфедеральных облигаций снизился на 47,9% по сравнению с первым кварталом прошлого года и составил около 65,6 млрд. руб. На рынке ОФЗ снижение объема сделок составило около 62%, на рынке корпоративных облигаций – 46,6%. Только в марте т.г. среднемесячные обороты приблизились к среднему уровню торгов в 2014г.

Обороты на ФБ ММВБ, млрд. руб.



По итогам первого квартала 2015г. потери от вложений в государственные и субфедеральные облигации прошлого года частично были отыграны, а доходы по корпоративным облигациям уже превысили потери прошлого года. А за последние шесть с лишним лет (после кризиса 2008г.) доходы от инвестиций в субфедеральные облигации показывают максимальные значения среди остальных сегментов рублевого долгового рынка.

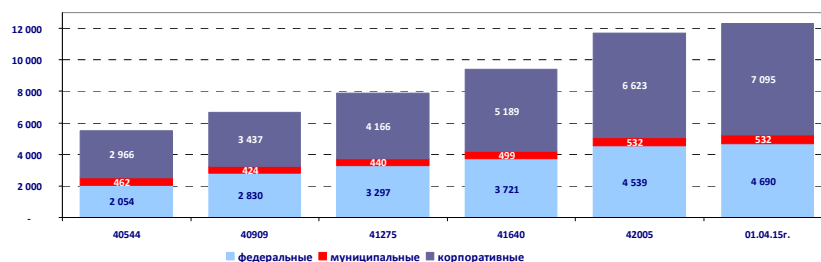
Возврат на инвестиции в различные инструменты финансового рынка

Инструмент	Годы							
	1кв.2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2009-2015г.
Рынок облигаций								
Государственные (ОФЗ)	9.31%	-14.36%	3.80%	14.65%	5.79%	11.15%	35.33%	62.19%
Субфедеральные	1.68%	-4.49%	7.79%	7.46%	4.71%	14.57%	40.21%	86.10%
Корпоративные	4.58%	-1.43%	8.81%	8.57%	6.18%	13.86%	23.66%	74.10%
Рынок акций								
Индекс ММВБ	16.64%	-9.32%	4.43%	5.17%	-16.93%	23.21%	121.14%	125.43%
Валютный рынок								
долл. США	-2.71%	81.06%	7.76%	-5.14%	5.06%	0.77%	2.94%	101.69%
евро	-9.21%	51.97%	11.79%	-2.85%	2.66%	-7.04%	4.70%	64.92%
бивалютная корзина	-3.35%	61.35%	9.85%	-3.96%	3.82%	-3.45%	3.88%	77.25%
Инфляция (справочно)								
ИПЦ	7.20%	11.40%	6.50%	6.60%	6.10%	8.70%	8.80%	70.12%

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

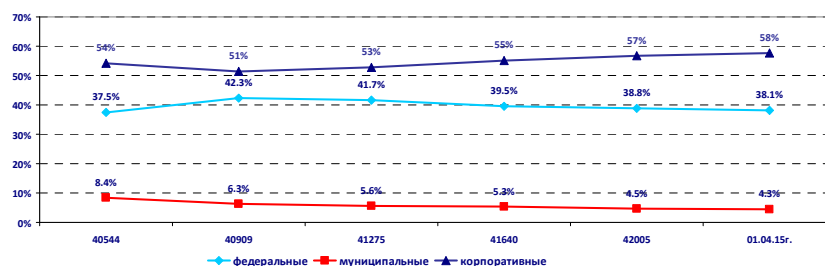
По итогам 1 квартала 2015г. объем рынка субфедеральных облигаций в обращении не изменился на фоне продолжающегося роста остальных сегментов. Рынок ОФЗ вырос по итогам квартал на 3,3%, корпоративных облигаций - на 7,1% с начала текущего года.

Объем рынка рублевых облигаций в обращении, млрд. руб.

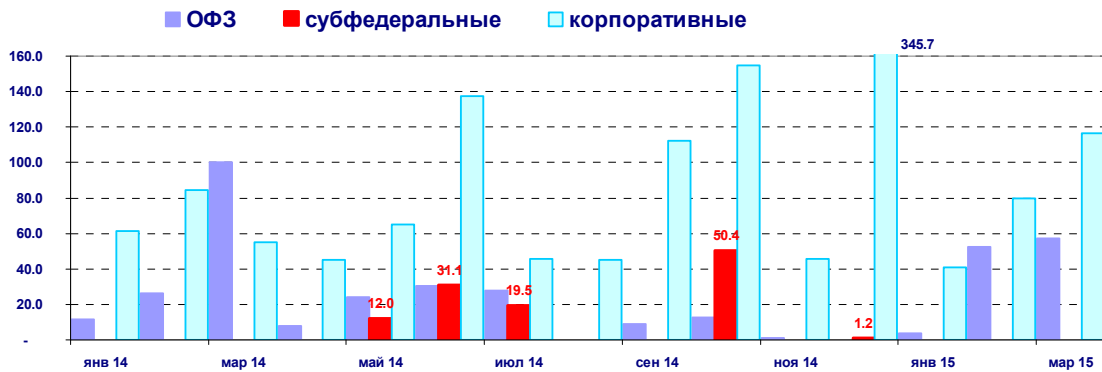


Суммарный объем рублевых облигаций в обращении на 1 апреля 2014г. составил около 12 371,4 млрд. руб. При этом доля корпоративных долговых бумаг в общем объеме рынка рублевых облигаций достигла своих исторических максимумов и составила около 57,6% (против 56,6% и 55,2% на начало 2015 и 2014 годов соответственно). Доля ОФЗ на 1 апреля 2015г. составляла 38,1% против 38,8% на начало текущего года (39,5% годом ранее). Доля субфедеральных облигаций продолжает сокращаться, составив порядка 4,3%, что можно считать минимальным значением в современной истории рынка, против 4,5% и 5,3% на начало 2015 и 2014 годов соответственно. Нельзя не отметить, что на начало 2010г. доля субфедеральных облигаций составляла около 9,5%.

Структура рынка рублевых облигаций, %



Объем первичных размещений рублевых облигаций в 2014-2015г., по месяцам в млрд. руб.



* - показатель декабря 2014г. и января 2015г. без учета размещения «нерыночных» ОФЗ и облигаций НК «Роснефть».

На первичном рынке в 1 квартале 2015г. Минфин РФ, начав в конце января размещать ОФЗ со сроком до погашения 1,5 года и доходностью около 15,3% годовых, в первой декаде апреля продал 8-13-ти летние облигации с доходностью 11,55-11,77% годовых. С начала текущего года было размещено ОФЗ на общую сумму около 138,3 млрд. руб. по номиналу.

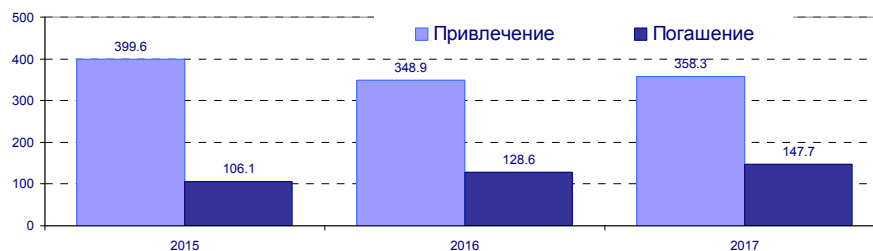
Предложение «рыночных» займов на первичном рынке корпоративных облигаций в 1 квартале 2015г. было достаточно ограниченным, преимущественно оно исходило от эмитентов финансового сектора. Общий объем размещения (без учета облигаций НК Роснефть на 400 млрд. руб.) составил около 247 млрд. руб., что почти на 29% выше показателя за аналогичный период прошлого года. К первым «рыночным» размещениям в текущем году можно отнести book-building, проведенный в начале февраля по биржевым облигациям Газпромбанка серии БО-20 в объеме 5 млрд. руб. по номиналу и с офертой через 6 месяцев. При первоначальном ориентире в пределах 16,50-16,75% годовых по итогам сбора заявок ставка 1-го купона была снижена до 15,9% годовых. Среди всех размещений начала года особо хотелось бы отметить размещения облигаций ОАО «ВЭБ-лизинг» на общую сумму 25 млрд. руб. Эмитентом были предложены облигации с плавающей ставкой, «привязанной» к ключевой ставке Банка России. По первым двум выпускам была предусмотрена годовая оферта, а спрэд к ключевой ставке был установлен по итогам сбора заявок на уровне 225 б.п. (17,25% годовых). По следующим двум выпускам срок до оферты был увеличен до 1,5 лет при повышении «премии» к ключевой ставке ЦБ РФ до 250 б.п. (17,50% годовых). Пятый выпуск был размещен после снижения в середине марта ключевой ставки до 14% годовых с офертой через 2 года и «премией» к ключевой ставке на уровне 250 б.п. Облигации с плавающей ставкой вызвали большой интерес как со стороны банков, так и управляющих компаний, что обеспечило трехкратное превышение первоначального спроса над предложением. Кроме того, следует отметить размещение облигаций АФК «Система», которая предложила инвесторам облигации с 1,5 годовой офертой и с фиксированным купоном, который был установлен по нижней границе маркетизируемого диапазона на уровне 17,00-17,50% годовых.

На первичном рынке размещений новых выпусков субфедеральных облигаций в 1-м квартале не было, что, очевидно, связано, в первую очередь, с сохранением относительно высоких ставок на рынке и относительно длинными сроками обращения, на которые предпочитают размещаться региональные эмитенты. Кроме того, для прохождения всех этапов подготовки до фактического размещения нового займа субъекту РФ требуется достаточно много времени. Вместе с тем, на фоне дефицита первичных размещений Томской области удалось в начале апреля удачно доразместить облигации на сумму 1,5 млрд. руб. обращающегося выпуска. Первичное размещение 5-ти летних облигаций с амортизацией в объеме 3,5 млрд. руб. из общего объема в 5 млрд. руб. было осуществлено 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 дюреции 2,1 года), тогда как первоначальный диапазон доходности при начале маркетинга выпуска составлял 17,0%-18,0% годовых.

Результаты доразмещения субфедеральных облигаций в текущем году могут внушать определенный оптимизм для региональных заемщиков относительно возможности использования инструментов облигационного рынка в текущем году, очевидно после дальнейшего снижения в пределах 1- 2 п.п. ключевой ставки Банком России и вслед за ней процентных ставок на рынке рублевых облигаций. Не исключено, что при благоприятном развитии ситуации первые размещения новых субфедеральных и муниципальных облигаций могут быть проведены уже в мае – июне текущего года. В рамках подготовки к размещению новых облигационных займов Республика Саха (Якутия) и г.Волгоград уже определились с выбором агента (организатора) по размещению своих займов в текущем году. Кроме того, о твердых намерениях выйти на облигационный рынок с новыми займами уже заявили Самарская, Нижегородская и Волгоградская области в конце марта в ходе конференции на Московской бирже.

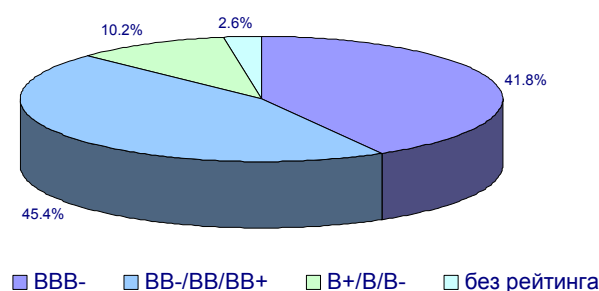
Согласно принятым законам о региональных бюджетах на 2015г. и плановый период 2015-2016гг. региональные власти запланировали привлечь на облигационном рынке порядка 400 млрд. руб., что составляет всего порядка 16,4% от необходимого объема привлечения в 2015г. При этом на долю бюджетных кредитов и кредитов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



В случае сохранения в кратко- и среднесрочной перспективе тенденции к снижению процентных ставок на рынке рублевых облигаций и при адекватном предложении с точки зрения «риск/доходность» новых облигационных займов со стороны субъектов РФ и муниципальных образований можно ожидать традиционно высокого спроса со стороны широкого круга преимущественно российских инвесторов. Интерес к субфедеральным облигациям обусловлен наличием у большинства из присутствующих на рынке эмитентов относительно высоких кредитных рейтингов: около 42% облигаций в обращении имеет рейтинг на уровне «BBB-», более 45% субфедеральных облигаций по объему в обращении соответствует рейтинговой группе «BB».

Рейтинговая структура рынка субфедеральных и муниципальных облигаций



Наличие высокого кредитного рейтинга эмитентов имеет важное значение для НПФ и УК, которые инвестируют пенсионные накопления граждан. Так, например, по данным Банка России от общих вложений порядка 940 млрд. руб. 24 НПФ, вступивших в систему гарантирования и аккумулирующих порядка 85% всех пенсионных накоплений НПФ, инвестиции в субфедеральные облигации занимают порядка 6%, а максимально разрешенная доля может составлять до 40% от инвестиционных портфелей НПФ. Это важно, особенно, с учетом ожидаемого расширения горизонта инвестирования для НПФ до 5 лет и в ожидании поступления в НПФ «свежих» денег («замороженных» равнее пенсионных накоплений) в объеме более 500 млрд. рублей в мае-июне т.г. Кроме того, нельзя забывать о расширенном инвестиционном портфеле ВЭБ (с объемом более 1,89 трлн. руб.), правда, доля субфедеральных облигаций в котором невелика – немногим более 7,86 млрд. руб. на конец 2014г. А также о потенциальной возможности инвестиций средств резервов НПФ (общий объем которых превышает 800 млрд. руб.), резервов страховых компаний.

Одними из основных инвесторов на рынке субфедеральных облигаций являются кредитные организации, интерес которых можно объяснить тем фактом, что порядка 94% обращающихся в настоящее время на рынке субфедеральных и муниципальных облигаций включены в Ломбардный список Банка России. Вложения кредитных организаций в субфедеральные облигации и облигации местных органов власти по данным ЦБ РФ (без учета РЕПО) достаточно существенно меняются от месяца к месяцу. Так, например, в течение 2014г. и в первые два месяца 2015г. вложения менялись в пределах 100-160 млрд. руб., что составляло в пределах 20-30% рынка субфедеральных облигаций в обращении. С учетом облигаций, заложенных в РЕПО, мы оцениваем долю кредитных организаций на рынке субфедеральных облигаций в размере порядка 45-55%.

Ожидания дальнейшего снижения ключевой ставки Банка России, очевидно, останутся «главной движущей силой» на рынке рублевых облигаций в кратко- и среднесрочной перспективе. Основное внимание инвесторов будет приковано к очередному заседанию Совета директоров Банка России, которое должно состояться 30 апреля и на котором должен быть рассмотрен вопрос о ключевой ставке. Резкое укрепление курса рубля, наблюдаемое в последние дни, также может способствовать принятию решения Банка России о более существенном снижении процентной ставки, вплоть до 150-200 б.п. Вместе с тем, по нашим оценкам целевым ориентиром ключевой ставки в текущем году является уровень порядка 11,0-12,0%, после достижения которого Банк России будет более внимательно смотреть на текущий уровень инфляции. В связи с этим потенциал роста цен на рынке рублевых облигаций может сохраниться, чему будет способствовать и «дефицит» новых предложений со стороны качественных эмитентов, которые откладывают выход на рынок в ожидании более низких процентных ставок.

Таким образом, можно достаточно позитивно оценить перспективы рынка субфедеральных облигаций, ожидая в случае сохранения благоприятной конъюнктуры на валютном и финансовом рынках снижения процентных ставок и соответственно активизации первичных размещений субъектов РФ и муниципалитетов ближе к середине и во второй половине 2015г. Можно надеяться, что используя различные механизмы структурирования займов (включая, например, частичное размещение, амортизацию основного долга, использование переменных купонов и т.п.) эмитенты – субъекты РФ смогут предложить свои ценные бумаги широкому кругу инвесторов на взаимовыгодных условиях.

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.