



**Один из главных итогов 2 кв. 2015г. –
«открытие» первичного рынка субфедеральных облигаций**

Александр Ермак,
Главный аналитик долговых рынков
БК "РЕГИОН"

В первые два месяца второго квартала 2015г. на рынке субфедеральных облигаций (как и на рынке рублевых облигаций в целом) сохранялась позитивная динамика на фоне сохраняющихся ожиданий участников рынка относительно дальнейшего снижения ключевой ставки Банка России в текущем году. Очередным подкреплением данных ожиданий стало принятое в конце апреля решение Банка России об очередном снижении ставки на 150 б.п. до 12,5%. Однако в июне на рынке наметилась небольшая коррекция (в первую очередь, на рынке ОФЗ) на фоне ослабления рубля (чему способствовали предпринятые меры Банка России и снижение цен на нефть). Кроме того, изменение риторики Банка России по поводу смягчения денежно-кредитной политики в ближайшее время, которое произошло после очередного заседания в середине месяца, на котором ключевая ставка вновь была снижена (еще на 100 б.п.), также негативно повлияло на настроение участников облигационного рынка.

Ожидания участников долгового рынка относительно дальнейшего снижения ключевой ставки в текущем году, которые зародились после резкого снижения ключевой ставки (на 200 б.п.) в конце января и с учетом «изменения баланса рисков ускорения роста потребительских цен и охлаждения экономики» и были подкреплены дальнейшими решениями Банка России в середине марта, конце апреля и середине июня т.г. (в целом снижение ставки составило 550 б.п. до 11,5% на текущий момент), оставались основным движущим фактором, определяющим динамику на рынке рублевых облигаций в течение апреля – мая т.г. Снижению процентных ставок на рублевом рынке облигаций способствовало укрепление рубля. При этом на отметке 50 руб. за доллар Банк России был вынужден принимать более активные меры, направленные против стремительного укрепления рубля. В конце июня - начале июля ослабление рубля продолжилось на фоне «греческих» проблем и снижения цен на нефть.

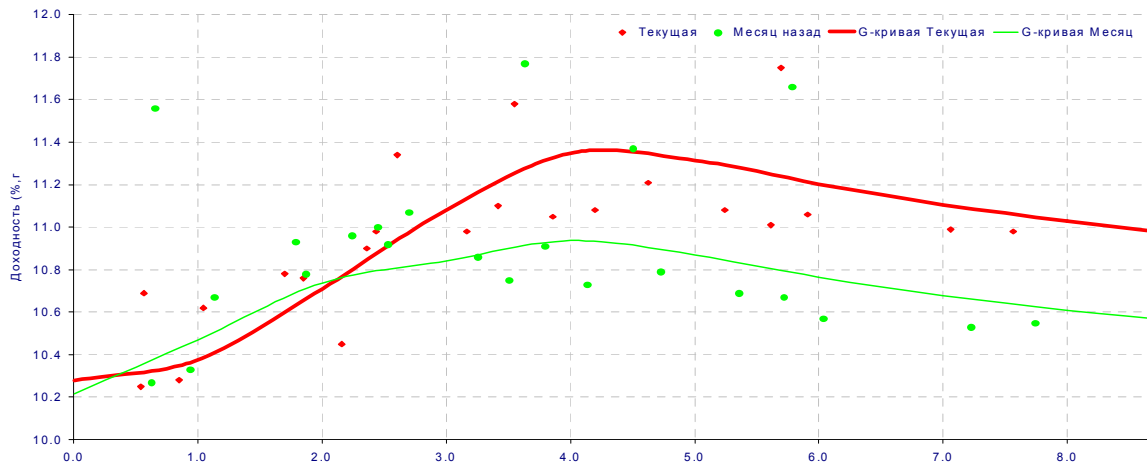
Официальный курс рубля к доллару США, руб.



В пресс-релизе по итогам заседания СД Банка России, состоявшегося 15 июня 2015г., было отмечено, что «Банк России будет готов продолжить снижение ключевой ставки по мере дальнейшего замедления роста потребительских цен в соответствии с прогнозом, но при этом потенциал смягчения денежно-кредитной политики в ближайшие месяцы ограничен инфляционными рисками». По расчетам Банка России к концу 2015г. инфляция может составить порядка 11% в годовом исчислении. Таким образом, потенциал снижения ключевой ставки до конца текущего года оценивается нами в пределах не более 50-100 б.п.

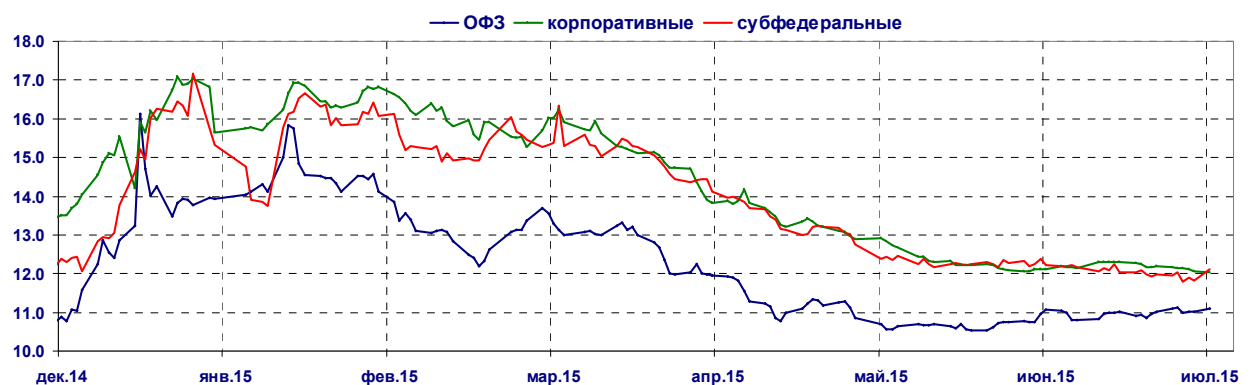
Возможное замедление темпов снижения ключевой ставки уже отразилось на динамике процентных ставок на рынке государственных облигаций, и может «охладить» агрессивность инвесторов на всем рублевом долговом рынке в дальнейшем. Так, например, если на фоне благоприятной конъюнктуры с начала года к началу июня доходность на вторичном рынке ОФЗ снизилась в пределах 400-500 б.п. до 10,3-10,8% годовых в зависимости от сроков обращения, то в последнее время наблюдалась коррекция, приведшая к повышению ставок по бумагам с дюрацией от 3 лет и больше в среднем в пределах 50 б.п.

«Кривая» доходности ОФЗ



Сделки на вторичном рынке с субфедеральными облигациями в последнее время проходили на уровне в пределах 12,0-14,0% годовых, вне зависимости от сроков обращения (дюрация от 0,5 до 3 лет) и кредитного качества эмитентов. Это объясняется относительно низкой активностью вторичного рынка, т.к. объем в обращении данных облигаций крайне мал (менее 5% от рынка рублевых облигаций), а инвесторы, которые покупают данные облигации, обычно «держат» их до погашения.

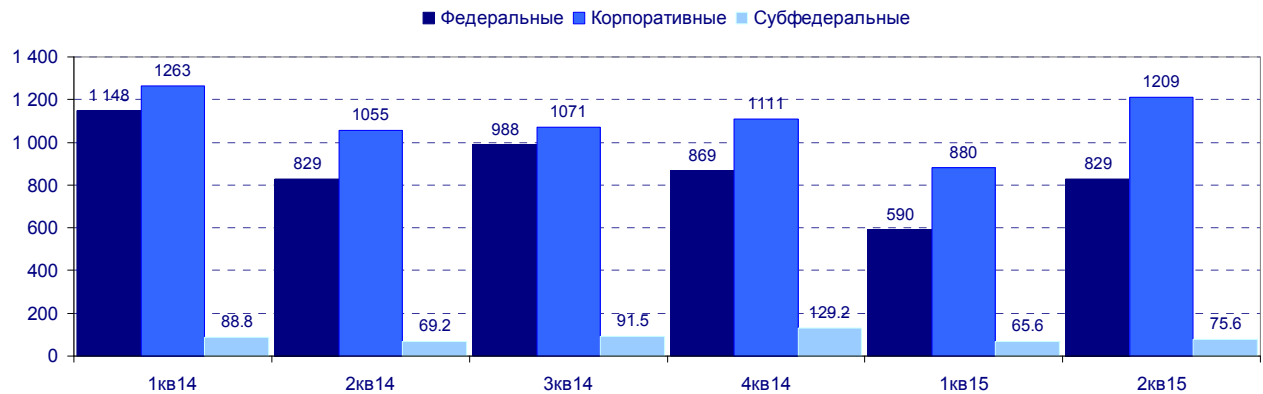
Индексы «Cbonds» средневзвешенной эффективной доходности, % годовых



Активность на вторичном рынке рублевых облигаций во втором квартале 2015г. была несколько выше, чем в первом квартале т.г. и во втором квартале годом ранее. Суммарный биржевой оборот на ФБ ММВБ составил около 2 113,8 млрд. руб., что почти на 37,6% и 8,2% выше показателя за первый квартал 2015г. и за аналогичный период 2014г. соответственно. Оборот на рынке субфедеральных облигаций вырос на 15,1% по сравнению с первым кварталом текущего года и составил около 75,6 млрд. руб. На рынке ОФЗ и корпоративных облигаций рост объема сделок по сравнению с первым кварталом 2015г. составил около

40,5% и 37,3% соответственно. При этом в апреле были зафиксированы максимальные обороты в текущем году, после чего они начали снижаться.

Обороты на ФБ ММВБ, млрд. руб.



Во втором квартале 2015г. рост цен на вторичном рынке по ОФЗ несколько замедлился по сравнению с первым кварталом т.г. В тоже время цены субфедеральных облигаций и корпоративных облигаций наоборот ускорились. По итогам первого полугодия вложения в ОФЗ были вдвое доходнее, чем в облигации субъектов РФ. При этом по итогам 1-го полугодия доходность вложений во все секторы долгового рынка оказалась выше инфляции.

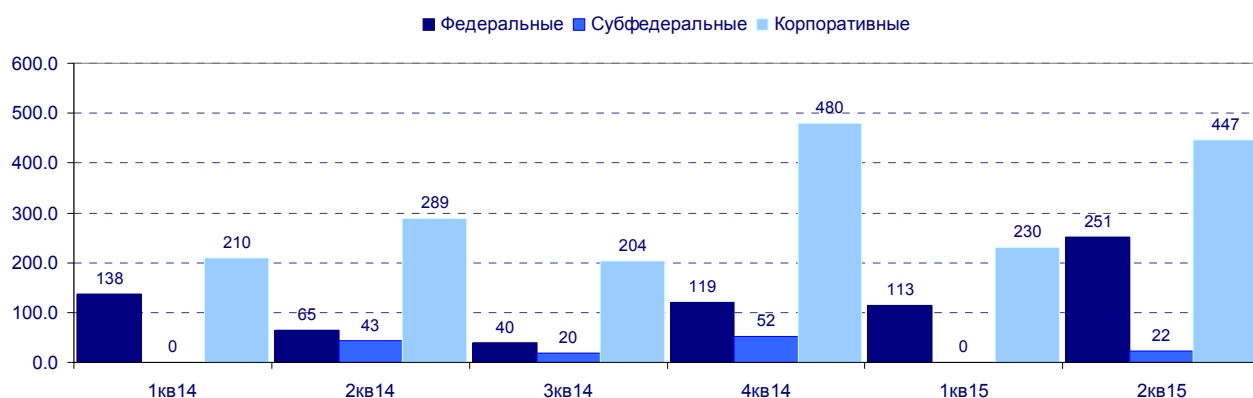
Возврат на инвестиции в различные инструменты финансового рынка

Инструмент	Период							
	1пол.2015	2кв.2015	1кв.2015	2014	2013	2012	2011	2010
Рынок облигаций								
Государственные (ОФЗ)	17.23%	7.24%	9.31%	-14.36%	3.80%	14.65%	5.79%	11.15%
Субфедеральные	8.84%	7.04%	1.68%	-4.49%	7.79%	7.46%	4.71%	14.57%
Корпоративные	11.36%	6.48%	4.58%	-1.43%	8.81%	8.57%	6.18%	13.86%
Рынок акций								
Индекс ММВБ	17.27%	0.54%	16.64%	-9.32%	4.43%	5.17%	-16.93%	23.21%
Валютный рынок								
долл. США	-5.77%	-3.14%	-2.71%	81.06%	7.76%	-5.14%	5.06%	0.77%
евро	-8.72%	0.53%	-9.21%	51.97%	11.79%	-2.85%	2.66%	-7.04%
бивалютная корзина	-4.72%	-1.42%	-3.35%	61.35%	9.85%	-3.96%	3.82%	-3.45%
Инфляция (справочно)								
ИПЦ	8.50%	1.10%	7.20%	11.40%	6.50%	6.60%	6.10%	8.70%

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

Активность эмитентов на первичном рынке во 2-м квартале 2015г. существенно выросла: общий объем первичных размещений рублевых облигаций составил около 719,8 млрд. руб., что почти на 110% больше чем показатель первого квартала т.г. Минфин РФ разместил ОФЗ на сумму более 251 млрд. руб., что почти на 122% выше объема размещений в 1 квартале. Основной спрос инвесторов был сосредоточен в облигациях с переменным купоном (ОФЗ-ПК), цены которых выросли от 93-95% от номинала при начале размещений до 100,5-102,0% на последних аукционах. Объем размещений корпоративных облигаций вырос почти вдвое и составил около 447 млрд. руб. Высокая активность на рынке рублевых облигаций обусловлена снижением процентных ставок (вслед за ключевой ставкой), что активизировало эмитентов, а также приходом в начале мая более 390 млрд. руб. «новых» денег в НПФ из ПФР.

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



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

Снижение процентных ставок позволило «открыться» рынку первичных размещений и для региональных заемщиков. С начала апреля по текущий момент состоялось четыре размещения новых выпусков и три доразещения уже обращающихся выпусков. Основные результаты представлены в таблице.

Основные параметры первичных размещений в 2015г.

Эмитент	Выпуск	Дата размещения	Дата погашения	Объем выпуска, млн. руб.	Объем размещения (доразещения), млн. руб.	Первоначальный спрос, млн. руб.	Текущий купон, %	Доходность при размещении	Дюрация, лет
Томская обл.*	34048	02.04.2015	18.12.2018	5 000	1 500	9 000	8.75	15.50	2.20
Саха (Якутия)	35007	21.05.2015	14.05.2020	5 500	5 500	45 800	12.43	13.02	2.83
Хакассия*	35004	03.06.2015	27.10.2019	2 500	850	н/д	12.65	13.65	2.25
Ярославская обл.*	35013	10.06.2015	24.09.2019	7 000	2 000	н/д	10.20	13.43	2.13
Самарская обл.	34011	25.06.2015	18.06.2020	7 000	7 000	н/д	12.40	12.99	2.61
Республика Коми	35012	01.07.2015	23.06.2021	11 000	5 000	н/д	12.00 - 11.50	12.99	3.15
Белгородская обл.	34009	07.07.2015	30.06.2020	5 250	5 250	н/д	12.65	13.26	2.68

* - доразещение

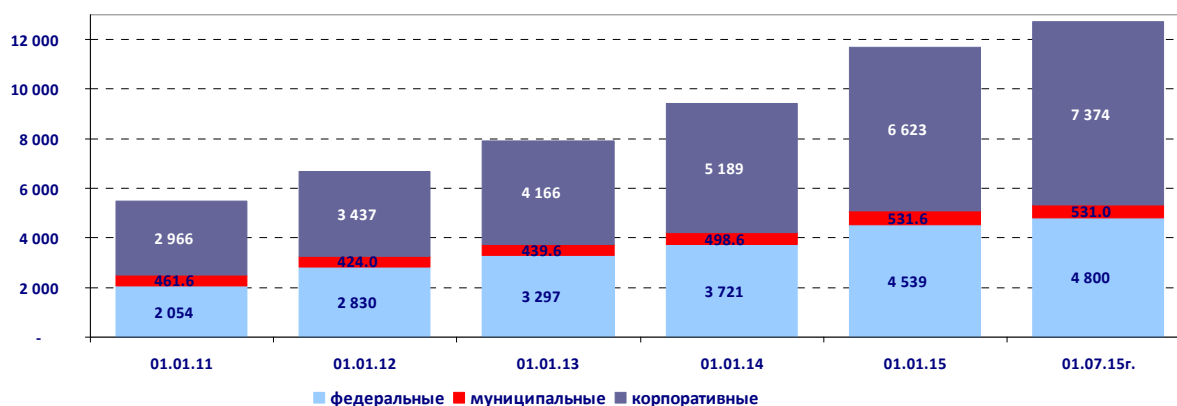
«Пионером» размещения облигаций 2015г. стала Республика Саха (Якутия). 21 мая 2015 года на ФБ ММВБ Республики Саха (Якутия) полностью разместила выпуск облигаций серии RU35007RSY0 объёмом 5,5 млрд руб. Срок обращения займа 5 лет. Ставка 1-го купона была установлена Эмитентом на уровне 12,43%. Ставки со 2-го по 20-ый купоны равны ставке 1-го купона. Выплата купонов ежеквартальная. Погашение выпуска осуществляется амортизационными частями в даты выплат 7-го (10%), 9-го (15%), 11-го (10%), 13-го (15%), 15-го (10%), 17-го (15%), 18-го (10%) и 20-го (15%) купонных доходов. Генеральным агентом (организатором) выступила БК «РЕГИОН».

19 и 26 июня т.г. состоялся сбор заявок на новые выпуски облигаций Самарской области и Республики Коми соответственно. По облигациям Самарской области индикативные ставки купонов первоначально были заявлены на уровне 12,60-13,00% годовых, что соответствует доходности к погашению на уровне 13,21-13,65% годовых при дюрации около 2,6 лет. В ходе бук-билдинга диапазон ставок купонов был снижен до 12,40-12,60% годовых (доходность - 12,99-13,21% годовых), а размещение прошло по нижней ставке диапазона. По облигациям Республики Коми, имеющим понижающиеся купоны с 12,0% до 11,5% годовых, индикативные цены при открытии книги заявок были заявлены на уровне 96,25-96,75% от номинала, что соответствовало доходности к погашению на уровне 13,36-13,55% годовых. По итогам сбора заявок цена размещения была установлена на уровне 97,75% от номинала, что соответствовало доходности к погашению на уровне 12,99% годовых.

2 июля т.г. состоялся сбор заявок на облигации Белгородской области нового выпуска, по итогам которого ставка купонов была установлена на уровне 12,65% годовых (доходность к погашению – 13,26% годовых при дюрации 2,68 года). Генеральным агентом (организатором) выступила БК «РЕГИОН», со-организаторами: ВТБ Капитал, Сбербанк КИБ, ИК Атон. Возможно, что повышение процентных ставок на последнем размещении (при сопоставимых кредитных рейтингах эмитентов) могло стать результатом незначительного ухудшения конъюнктуры на рынке рублевых облигаций на фоне пересмотра инвесторами перспектив дальнейшего снижения ключевой ставки Банком России, ослабления рубля в результате обострения «греческих» проблем и падения цен на нефть.

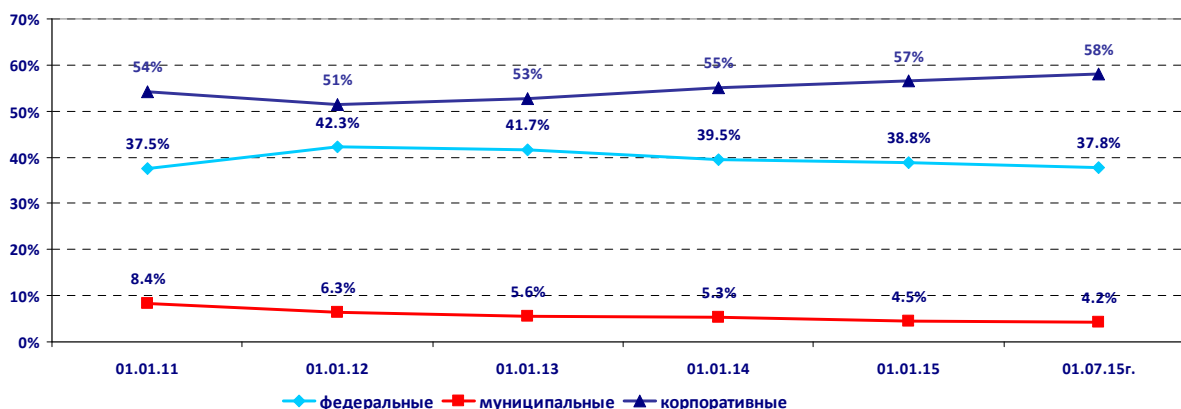
По итогам 1 полугодия 2015г. объем рынка субфедеральных облигаций в обращении снизился на 0,6 млрд. руб. (-0,1%) за счет превышения объема погашений над объемом первичного размещения на фоне продолжающегося роста остальных сегментов долгового рынка. Рынок ОФЗ вырос по итогам первого полугодия на 5,7%, корпоративных облигаций - на 11,3% с начала текущего года.

Объем рынка рублевых облигаций в обращении, млрд. руб.



Суммарный объем рублевых облигаций в обращении на 1 июля 2015г. составил около 12 705,5 млрд. руб. (+8,7% к началу года). При этом доля корпоративных долговых бумаг в общем объеме рынка рублевых облигаций достигла своих исторических максимумов и составила около 58% (против 56,6% и 55,2% на начало 2015 и 2014 годов соответственно). Доля ОФЗ на 1 июля 2015г. составляла 37,8% против 38,8% на начало текущего года (39,5% годом ранее). Доля субфедеральных облигаций продолжает сокращаться, составив порядка 4,2%, 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, %



В кратко- и среднесрочной перспективе вероятно рынок рублевых облигаций будет находиться под некоторым давлением. Не исключено, что в ближайшие месяцы Банк России может взять «паузу» в снижении ключевой ставки, опасаясь роста инфляционных ожиданий. Рост инфляционных ожиданий может быть связан с опасениями относительно возможного ослабления рубля на фоне негативного влияния внешних (снижения цен на нефть в связи с греческими «проблемами», возможной отмены санкций по отношению к Ирану, усиления фондового кризиса в Китае и переход его в реальный сектор экономики и т.п.) и внутренних (сохранение негативных тенденций в экономике, продолжающийся отток капитала) факторов. С учетом вышесказанного возможно установление на рынке рублевых облигаций бокового тренда с небольшой коррекцией в сторону повышения процентных ставок (в первую очередь на рынке ОФЗ и в долгосрочном секторе корпоративных и субфедеральных облигаций). Уровень ставок на первичном рынке очевидно существенно не изменится от текущих уровней и будет привязан к уровню ключевой ставки Банка России (по крайней мере до выхода ставок по ОФЗ на положительный уровень) с учетом кредитного качества эмитента. Негативным фактором для первичного рынка может стать ограниченный приток «свежих» денег (в первую очередь, в НПФ и УК), поддержкой для рынка может стать реинвестирование денежных средств, полученных инвесторами от погашения и выплат купонных доходов.

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.