



Рынок рублевых облигаций: основные итоги 2014г. и перспективы 2015г.

В течение практически всего 2014г. рынок рублевых облигаций оставался под давлением, которое в первые два и последние два месяца прошедшего года было обусловлено в первую очередь резким ослаблением рубля, связанным как с внешними, так и внутренними причинами. Кроме того к негативным факторам прибавились геополитические риски, связанные с напряженной ситуацией на юго-востоке Украины, с присоединением Крыма, с введением санкций к России со стороны Запада и постоянными угрозами их ужесточения и ответными мерами России на введенные санкции. В результате по итогам 2014г. на рынке рублевых облигаций наблюдалось сокращение размещений новых выпусков облигаций на первичном рынке, снижение ликвидности на вторичном рынке и рост процентных ставок (в т.ч. и в результате повышения ключевой ставки Банком России на 11,5 п.п. за год в целом). Пожалуй, основной поддержкой рынка рублевых облигаций, которая помогла избежать массовых распродаж со стороны большей части инвесторов, были практически неограниченные операции Банка России по рефинансированию банковского сектора под залог ценных бумаг, а также ряд других мер, направленных на стабилизацию банковской системы (в т.ч. повышение валютной ликвидности, ослабления требований к кредитным организациями др.)

После пяти послекризисный лет достаточно выгодных вложений в рублевые облигации всех секторов (государственного, субфедерального и корпоративного), по итогам 2014г. инвестиции оказались убыточными. В среднем за год в соответствии инвесторы могли потерять более 14% на рынке облигаций федерального займа (ОФЗ), около 4,5% - на рынке субфедеральных облигаций и более 1,4% - на рынке корпоративных облигаций. Более чем на 9% снизились цены на российские акции. А с учетом выросшей почти вдвое в прошедшем году инфляции обесценение рублевых вложений оказалось еще более существенным.

Возврат на инвестиции в различные инструменты финансового рынка

Инструмент	Годы						
	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2009-2014
Рынок облигаций							
Государственные (ОФЗ)	-14.36%	3.80%	14.65%	5.79%	11.15%	35.33%	62.19%
Субфедеральные	-4.49%	7.79%	7.46%	4.71%	14.57%	40.21%	86.10%
Корпоративные	-1.43%	8.81%	8.57%	6.18%	13.86%	23.66%	74.10%
Рынок акций							
Индекс ММВБ	-9.32%	4.43%	5.17%	-16.93%	23.21%	121.14%	125.43%
Валютный рынок							
долл. США	81.06%	7.76%	-5.14%	5.06%	0.77%	2.94%	101.69%
евро	51.97%	11.79%	-2.85%	2.66%	-7.04%	4.70%	64.92%
бивалютная корзина	61.35%	9.85%	-3.96%	3.82%	-3.45%	3.88%	77.25%
Инфляция (справочно)							
ИПЦ	11.40%	6.5%	6.6%	6.1%	8.7%	8.8%	58.7%

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

Вместе с тем вложения в рублевые облигации за последние шесть лет (после кризиса 2008г.) имеют положительный результат, опережая суммарную инфляцию за тот же период на 3 п.п. по ОФЗ до 15-27 п.п. корпоративным и субфедеральным облигациям. Более чем вдвое опережает инфляцию доходы от инвестиций в российские акции, правда основной доход (около 96,6%) был получен в первый послекризисный год. Второй результат по доходности (более 101% за 6 лет) показали вложения в доллар США, правда, при этом более 80% дохода был получен в прошедшем году.

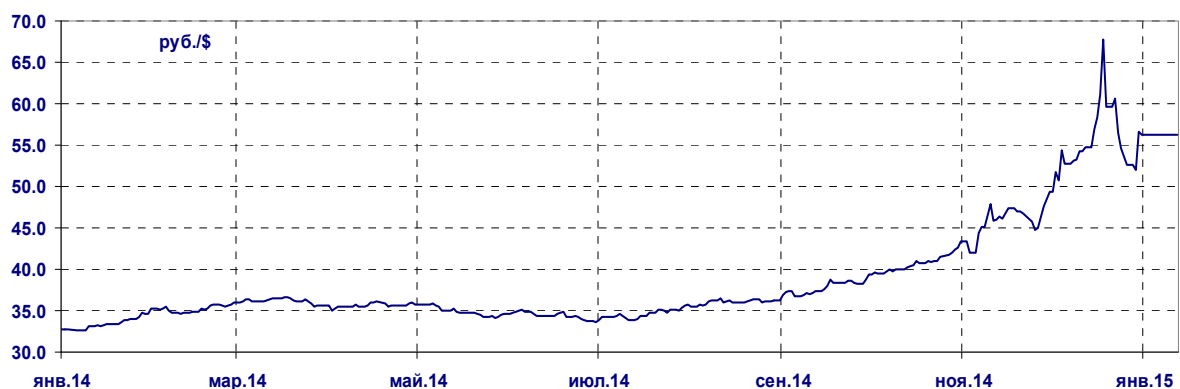
Валютный рынок – основная угроза 2014г.

Рынок рублевых облигаций в течение практически всего 2014г. был под сильным негативным давлением. Основным фактором этого давления стал валютный рынок, на котором в течение рассматриваемого времени было отмечено несколько периодов существенного ослабления рубля. Первая волна наблюдалась в январе – феврале 2014г., когда по итогам этих двух месяцев официальный курс национальной валюты преодолел отметку 36,0 руб. за доллар, что означало ее снижение с начала текущего года на 10,6%. Среди основных причин «слабости» рубля можно назвать отток капитала со всех развивающихся рынков после решения ФРС США, принятого в декабре 2013г., о начале сокращения программы QE3 с января 2014г. Наряду с причинами глобального, мирового масштаба на курс национальной валюты негативное влияние оказало принятое в середине января решение Банка России о прекращении ежедневных целевых интервенций на валютном рынке, что стало его очередным шагом на пути к свободному плавающему курсу рубля в 2015г. Однако это решение было расценено инвесторами как фактический отказ Банка России от поддержки рубля. Кроме того, нельзя не отметить, что во второй половине февраля к покупке валюты присоединился Минфин РФ, который планировал ежедневно покупать доллары США на сумму порядка 3,5 млрд. руб. до достижения общей суммы продажи рублей более 212 млрд.

В марте – апреле дополнительное влияние на рубль стало оказывать усиление напряженности на юго-востоке Украины, заявление Крыма о желании войти в состав РФ. К середине марта снижение официального курса составило еще порядка двух процентов и достигло 12% к началу года, но его дальнейшее падение было приостановлено активными интервенциями Банка России, которые были возобновлены после экстренного заседания ЦБ РФ 3 марта т.г., на котором также была повышена ключевая ставка на 1,5 п.п. до 7,0%. Одновременно Минфин РФ приостановил покупку валюты. В результате по итогам марта снижение рубля к доллару США сократилось до 9,0% (при максимуме 12% в середине месяца). В начале апреля рубль укрепился еще на 2%, однако на фоне ожиданий введения санкций со стороны США и Евросоюза к России «атаки» на рубль возобновились, что приводило к его снижению до уровня порядка 10% к началу года в третьей декаде апреля.

С начала мая (после повышения в конце апреля ключевой ставки еще на 50 б.п. до 7,5%) и практически до конца июня наблюдалось укрепление рубля, курс которого достиг локального минимума - отметки 33,63 руб./доллар, что всего на 3% выше уровня начала текущего года. Изменение на валютном рынке было обусловлено, преимущественно, отсутствием реальных экономических санкций к России со стороны западных стран.

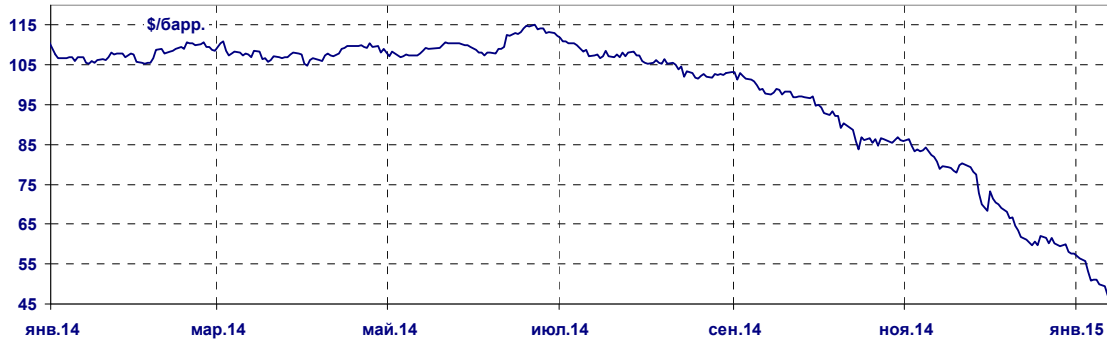
Официальный курс доллара США, руб./долл.



С начала июля и фактически до начала ноября (с небольшой «паузой» в августе) наблюдалось стабильное и плавное снижение российской валюты, которое превысило уровень 30% к началу текущего года. К основным причинам, которые определяли динамику рубля в первой половине текущего года (геополитические риски, связанные с ситуацией на юго-востоке Украины, сохраняющийся отток капитала на фоне относительно слабых показателей экономического роста страны), прибавилась еще одна причина (которую можно теперь назвать одной из главных) – ослабление цен на нефть. Особенно это стало заметно после снижения котировок нефти марки Brent ниже психологически важного уровня в 100 долларов за баррель. Кроме того, в конце июля были ужесточены западные санкции, которые в частности были

дополнены запретом на привлечение долгосрочного капитала крупнейшими российскими компаниями и банками.

Динамика стоимости нефти марки Brent в 2014г.



В оставшиеся два месяца курс национальной валюты был крайне волатильным. Ажиотажный спрос на валюту, возникший на фоне приближения крупных выплат в декабре по внешним займам российских заемщиков, фактического закрытия рынка внешнего финансирования, сокращения продаж валюты со стороны экспортеров, привел к резкому росту доллара, достигшего 45% к уровню начала года уже к середине ноября и 59% к концу месяца. В первой половине декабря падение национальной валюты ускорилось: курс вырос более чем вдвое, приблизившись к отметке 70 руб./доллар.

Помимо повышения «ключевой» ставки, которые было осуществлено в марте, апреле, июле и ноябре прошлого года с 5,5% до 9,5%, осенью Банк России принял еще ряд мер, которые были направлены на стабилизацию курса рубля и снижение спроса на иностранную валюту. Так, например, с середины сентября 2014г. Банк России принял решение о проведении операций «валютный своп» длительностью 1 день по продаже долларов США за рубли с их последующей покупкой. С целью дальнейшего расширения возможностей кредитных организаций по управлению собственной краткосрочной валютной ликвидностью в конце октября Банк России принял решение о введении нового инструмента — сделки РЕПО в иностранной валюте со сроком 1 неделя и 28 дней, а в начале ноября были добавлены сделки сроком 12 месяцев. С 4 декабря 2014 года ЦБ РФ установил минимальные ставки по сделкам РЕПО в иностранной валюте на все сроки (1 неделя, 28 дней, 12 месяцев) равными ставкам LIBOR в соответствующих валютах на сопоставимые сроки, увеличенным на 0,5 процентного пункта (против 1,5 п.п. и 2,0-2,25 п.п. установленных при введении данного инструмента). Однако все предпринимаемые меры Банка России, включая очередное повышение ключевой ставки на очередном заседании 11 декабря на 1 п.п. до 10,5%, не привели к желаемому результату, и даже наоборот, падения рубля ускорилось до 5-11% в день. В результате Банк России возобновил интервенции на валютном рынке, и на внеочередном заседании в ночь с 15 на 16 декабря повысил ключевую ставку сразу до 17%. Лишь благодаря совместным с Правительством РФ усилиям регулятору удалось несколько успокоить участников валютного рынка, а курсу национальной валюты скорректироваться вниз до уровня 52-56 руб./доллар к концу прошлого года.

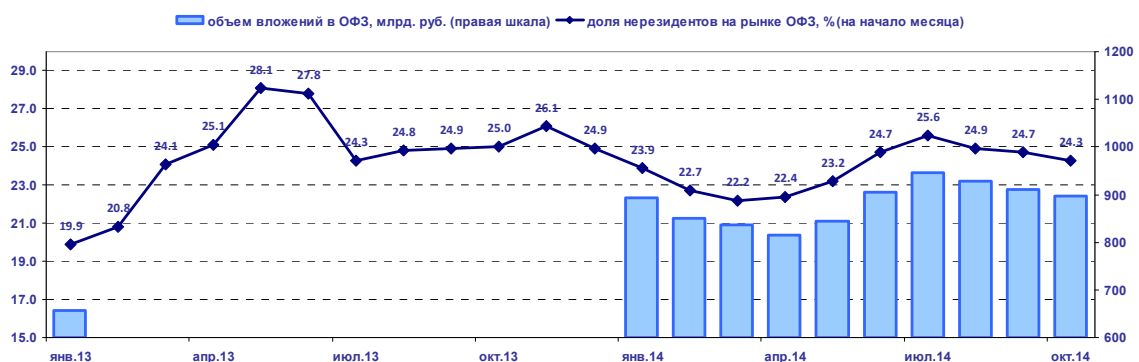
Годовая инфляция, ставки по операциям РЕПО и ключевая ставка ЦБ РФ, % годовых



Конъюнктура рынка рублевых облигаций

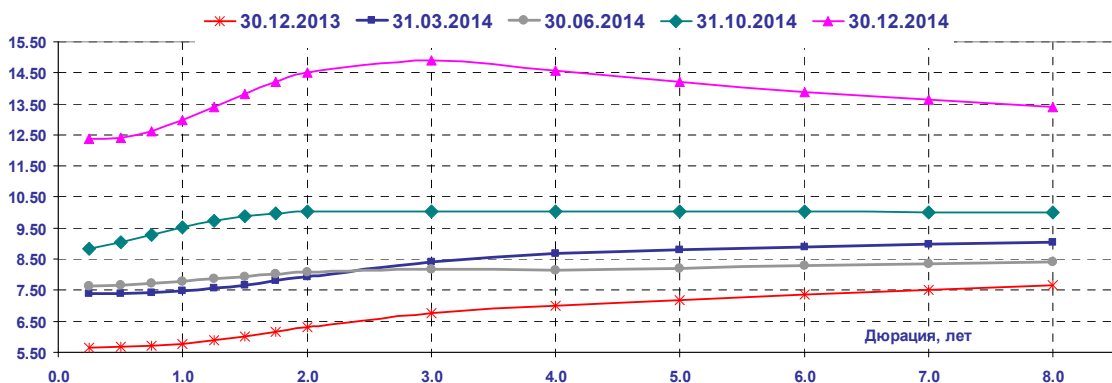
Ослабление рубля «ударил» в первую очередь по долгосрочному «кону кривой» ОФЗ, где сосредоточены вложения инвесторов – нерезидентов. По данным Банка России номинальный объем ОФЗ, принадлежащих нерезидентам, на 1 января 2014г. составлял 894 млрд. рублей или 23,9% от общего объема рынка ОФЗ. Таким образом, за 2013г. объем ОФЗ, которым владеют нерезиденты, вырос на 238 млрд. руб. или на 36%. На начало апреля вложения нерезидентов снизились до текущих минимальных значений - 815 млрд. руб. (22,4% рынка), однако в дальнейшем они начали расти и к началу июля достигли своих исторических максимумов, составив 945 млрд. руб. или 25,6% рынка. Однако в дальнейшем на фоне ужесточения санкций и ослабления рубля продажи государственных облигаций со стороны нерезидентов вновь возобновились. По последним данным Банка России на начало октября объем вложений нерезидентов на рынке ОФЗ составлял 898 млрд. руб. (или 24,3% рынка), и, очевидно, что продажи продолжились до конца 2014г.

Вложения инвесторов – нерезидентов на рынке ОФЗ в 2013-2014г.



Поведение инвесторов – нерезидентов определяло движение ставок на рынке ОФЗ в начале 2014г. Если в первые два месяца наблюдался опережающий рост ставок в долгосрочном секторе ОФЗ (рост на 70-80 б.п.) при более умеренном повышении (30-50 б.п.) в коротком сегменте. То в последующие месяцы на фоне повышения ключевой ставки Банка России (в целом на 11,5 п.п. за год) рост наблюдался по всему спектру гособлигаций с преимуществом на кратко- и среднесрочном конце «кривой» ОФЗ, где преобладают российские инвесторы и, прежде всего, банки, для которых уровень ключевой ставки является определяющим для рефинансирования в Банке Россия.

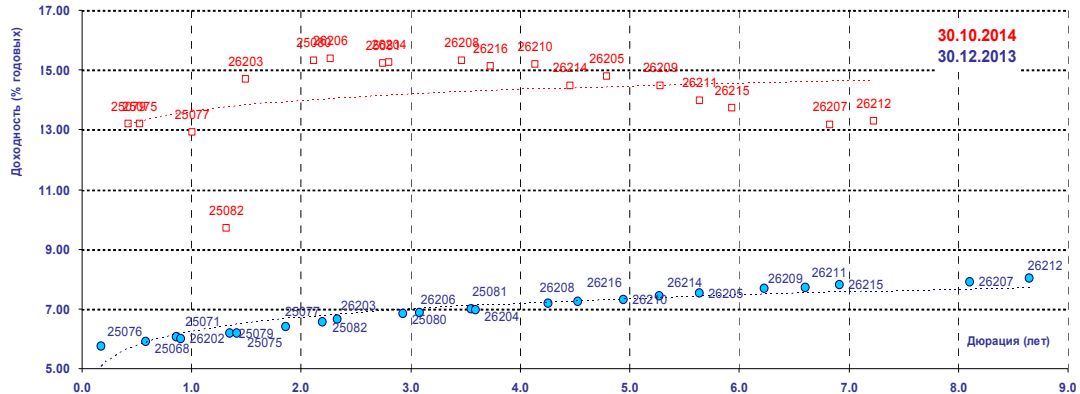
Динамика «Г-кривой» доходности ОФЗ в 2014г.



Таким образом, к концу декабря 2014г. рост ставок с начала года составил в пределах 850-900 б.п. по выпускам со сроком погашения (дюрацией) 2- 4 года и в пределах 600-700 б.п. по более «длинным» бумагам. При этом доходность среднесрочных бумаг превышала 15% годовых, в то время как у долгосрочных бумаг доходность немного превышала 13% годовых. Нельзя не отметить, что рост процентных ставок на рынке ОФЗ сдерживался отчасти фактором «конца года» и желанием банков снизить свои убытки от

переоценки портфеля облигаций. Этим можно объяснить, что доходности облигаций не превысили ключевую ставку Банка России, однако не исключено, что после прохождения отчетной даты ставки могут опять пойти вверх, обеспечивая положительную маржу по операциям РЕПО с Банком России.

«Кривая» доходности ОФЗ на начало и конец 2014г.



Нельзя не отметить, что как во второй половине 2013г., так и в 2014г. практически полностью отсутствовала корреляция между динамикой ставок на рынке американских гособлигаций и на рынке ОФЗ. Это объясняется существенным расширением спреда между ними и дальнейшее движение базового актива (в пределах 25-50 б.п.) не оказывало особого влияния на рублевые государственные бумаги.

Доходность UST 10Y vs ОФЗ 262011, 01/2013

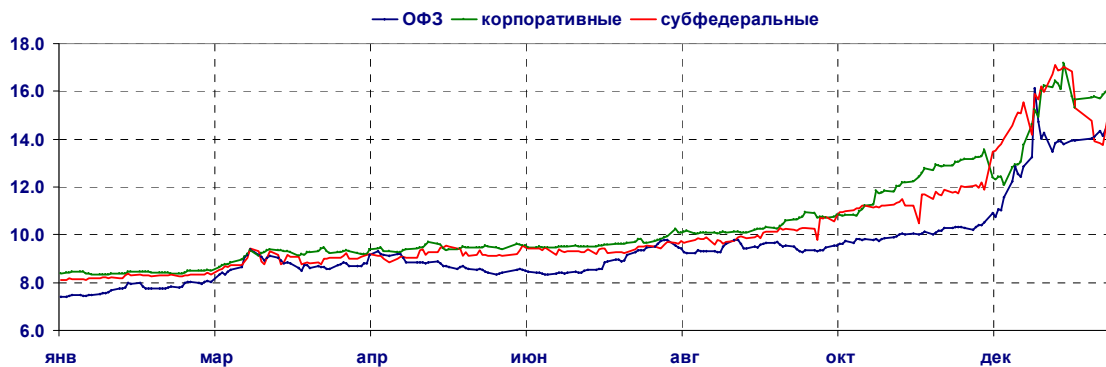


Дополнительным негативным фактором в первой половине года стало понижение долгосрочного рейтинга России агентством Standard & Poor's с уровня «BBB» до «BBB-» с сохранением «негативного» прогноза, и аналогичные действия относительно ряда регионов, крупнейших компаний и банков, имевших рейтинги на уровне суверенных. При этом ожидания очередного пересмотра агентством Standard & Poor's рейтинга России, запланированного на конец года и возможность его снижения до «мусорного» уровня также внесли определенные коррективы в поведение инвесторов на рынке российских облигаций. В октябре 2014г. агентство Moody's понизило суверенный рейтинг России (а также ряда российских банков и компаний) с уровня «Baa1» до уровня «Baa2», сохранив «негативный» прогноз.

Что касается субфедеральных и корпоративных облигаций, то в первом квартале текущего года влияние внешних факторов было ограничено вследствие относительно коротких сроков обращения до погашения (оферт) большинства выпусков, находящихся в обращении. Характерной реакцией для данных сегментов были потеря ликвидности, расширение спредов между котировками спроса и предложения. Однако неоднократное повышение в течение прошлого года ключевой ставки Банком России отразилось и на уровне процентных ставок как субфедеральных, так и корпоративных облигаций. При этом нередко повышение ключевой ставки было достаточно неожиданным для участников рынка, как это произошло в марте, апреле и июле. В тоже время сентябрьская пауза и более существенное (150 б.п.) повышение ключевой ставки в конце октября также стали неожиданностью для многих участников долгового рынка,

принимая во внимание, что повышение ставки на 50-75 б.п. фактически уже было заложено в ценах облигаций, которые плавно снижались на вторичном рынке, начиная со второй декады октября вплоть до заседания Банка России в последний день месяца. На очередном плановом заседании Банка России в начале декабря 2014г. ставка была повышена на 100 б.п., хотя, судя по рост ставок на вторичном рынке перед заседанием до 12-13% годовых, инвесторы ожидали более жестких решений на фоне резкого роста инфляции. И вполне очевидно, что повышение ставки до 17% через 5 дней после предыдущего решения стало очередным «сюрпризом». Доходность субфедеральных и корпоративных облигаций взлетела после этого решения до уровня порядка 20%, второго эшелона – порядка 22-25%, третьего – от 25% и выше.

Индексы «Cbonds» средневзвешенной эффективной доходности, % годовых

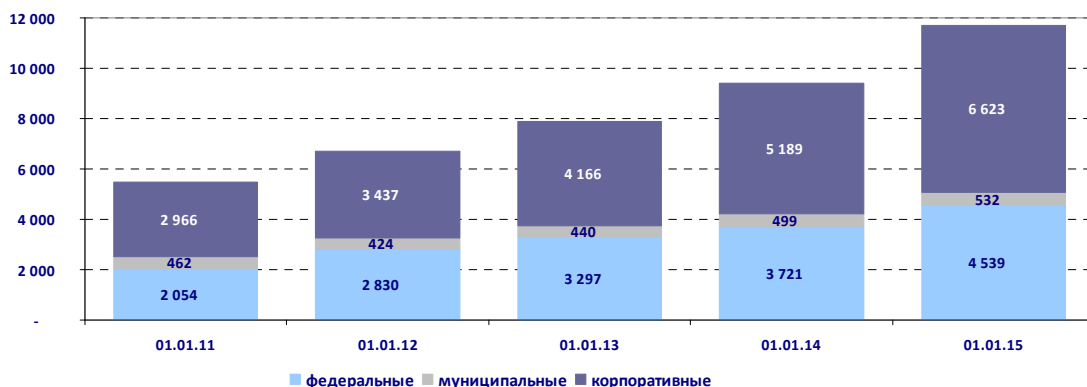


Основные параметры рынка рублевых облигаций

По состоянию на 1 января 2015г. объем рынка рублевых облигаций в обращении формально составил около 11 694 млрд. руб. по номинальной стоимости, а без учета нерыночных займов на рынке ОФЗ и корпоративных облигаций (см. ниже по тексту) около 10,6 трлн. руб.. Рост с начала года формально составил 24,3% против 19,1% по итогам 2013г., а с учетом только «рыночной доли» - всего на 12,6%.

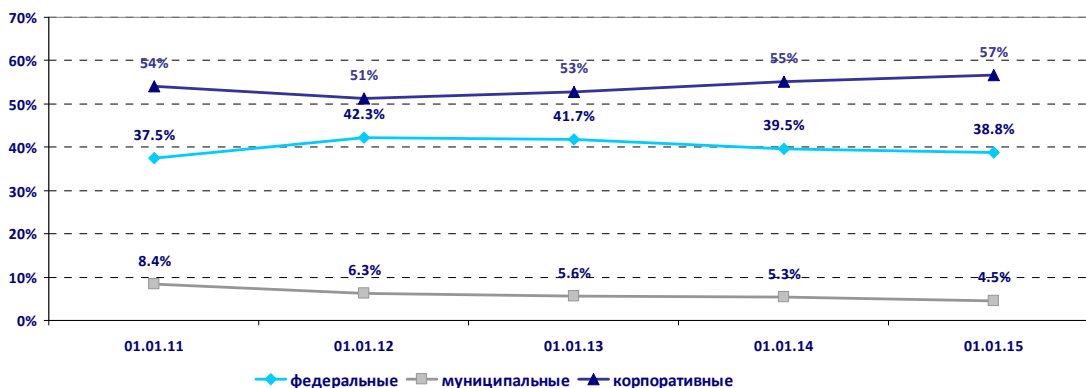
Объем рынка ОФЗ вырос на 22,%, превывсив 13%-ный рост в 2013г., и составил на начало текущего года около 4 539 млрд. руб. При этом нельзя не отметить, что 30 декабря 2014г. Минфин осуществил размещение трехмесячных бескупонных ФЗ на сумму 103,575 млрд. руб. и пять выпусков ОФЗ-ПК объемом 1 трлн. руб., последние в качестве имущественного взноса в АСВ будут использованы для докапитализации российской банковской системы (оставшиеся бумаги от объявленного объема 2 трлн. руб. эмитент планирует предлагать к размещению на открытом рынке). Таким образом, без учета данных размещений «рыночный» объем ОФЗ составил около 3 436 млрд. руб., что на 7,7% ниже показателя на начало 2014г. Объем рынка субфедеральных облигаций вырос по итогам 2014г. на 6,6% против 13,4% по итогам предыдущего года, составив на 1 января 2015г. около 531,6 млрд. руб., что стало максимальным значением за всю историю рынка. Объем рынка корпоративных облигаций вырос по итогам 2014г. на 27,6% против 24,6% по итогам предыдущего года, составив на 1 января 2015г. около 6 623 млрд. руб.

Объем рынка рублевых облигаций в обращении, млрд. руб.



Доля корпоративных долговых бумаг в общем объеме рынка рублевых облигаций достигла своих исторических максимумов и составила около 57% против 55,2% на начало года. Доля ОФЗ на 1 января 2015г. составляла 38,8% в общем объеме рублевых облигаций, а доля субфедеральных облигаций составила порядка 4,5%, что можно считать минимальным значением в современной истории рынка (на начало 2010г. их доля составляла около 9,5%).

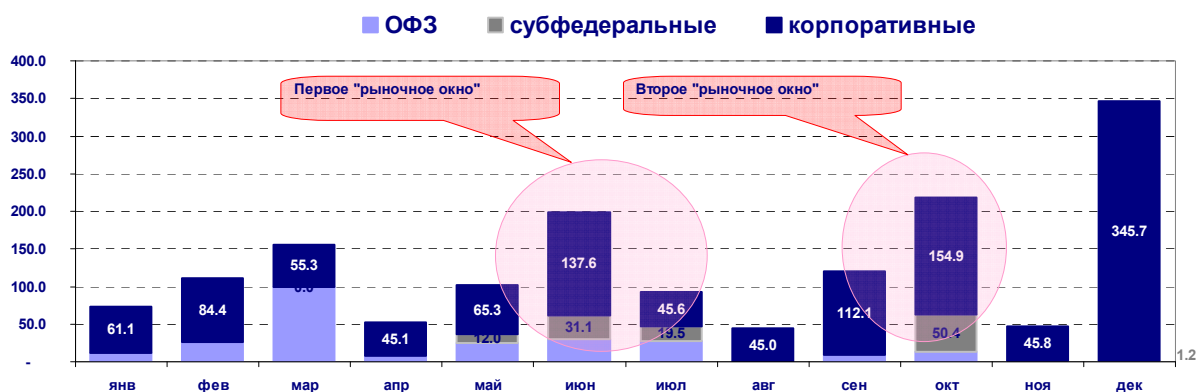
Структура рынка рублевых облигаций, %



Первичный рынок

На первичном рынке в 2014г. общий объем «публичных» размещений облигаций составил около 1 562 млрд. руб. по номинальной стоимости, что стало на 45,5% ниже показателя за предыдущий год. Максимальное снижение объема новых бумаг было отмечено на рынке ОФЗ, где объем размещений снизился на 73,1% по сравнению с показателем 2013 года и составил 250,3 млрд. рублей по номиналу (без учета «нерыночных» займов в объеме более 1103,5 млрд. руб.). Объем размещений в корпоративном секторе снизился на 32,8% по сравнению с предыдущим годом и составил около 1 198 млрд. руб. по номиналу (а с учетом декабрьских выпусков НК «Роснефть» объем размещения за прошлый год составил около 1 883 млрд. руб. или +2,3% к предыдущему году). В секторе субфедеральных облигаций объем первичных размещений составил около 114,1 млрд. руб., что на 24,8% ниже показателя предыдущего года. Нельзя не отметить, что первичные размещения в течение 2014г. проходили крайне неравномерно: при неблагоприятной конъюнктуре Минфин РФ, субъекты РФ и корпоративные эмитенты нередко отменяли запланированные размещения, перенося их на неопределенный срок. По итогам 2014г. «худшими» месяцами можно назвать март, август и ноябрь, «лучшими» - июнь и октябрь. Фактически можно говорить о двух «окнах», которые открывались на первичном рынке для рыночных размещений. Показатель декабря является результатом преимущественно «клубных сделок» и реализации программы выкупа ипотечных облигаций (преимущественно ВЭБом и его УК).

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

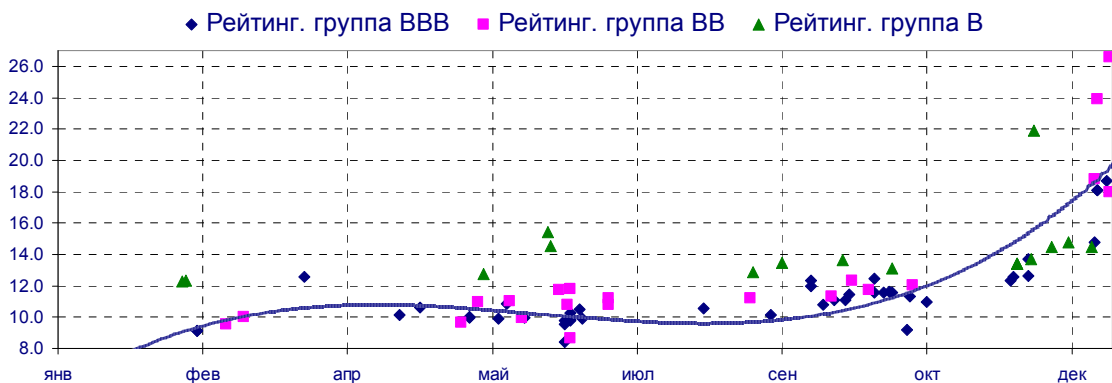


* - показатель декабря без учета размещения «нерыночных» ОФЗ и облигаций НК «Роснефть» в объеме 625 млрд. руб.

Фактически первичный рынок «открылся» (и только для качественных эмитентов т.н. «первого» эшелона) лишь во второй половине мая, когда прошло размещение облигаций: МегаФона, ЮниКредит, Газпромбанк, АИЖК, Красноярского края. При этом эмитентам пришлось предоставить инвесторам существенную премию по доходности, которая составляла от 50-100 б.п. и более. Кроме того, максимальные сроки заимствования для корпоративных заемщиков ограничивались 1-2 годами, для субъектов РФ – 3 годами. Минфин РФ размещал облигации со сроком обращения 5-9 лет (один выпуск на 14 лет). Нельзя не отметить, что первичные размещения проходили преимущественно с многократной переподпиской. В качестве причин высокого спроса можно назвать наличие «премии» к вторичному рынку и наличие свободных денежных средств, полученных в результате погашения (более 630 млрд. руб. по всем облигациям в первом полугодии 2014г.), прохождения оферт (порядка 200 млрд. руб.) и выплат купонных доходов по облигациям. В первой половине июля т.г. Минфин РФ ограничился размещением ОФЗ с погашением через 5-6 лет. На рынке субфедеральных и корпоративных облигаций размещения проходили в первой декаде июля. Запланированные на вторую половину месяца размещения были перенесены на неопределенный срок в связи с ухудшением конъюнктуры рынка в середине июля - августе (после введения новых санкций со стороны США и ожиданий аналогичных шагов со стороны ЕС, а также после падения малайзийского самолета на территории Украины).

После очередного роста ставок, наблюдаемого в августе т.г. вслед за неожиданным для многих участников рынка повышением на 50 б.п. ключевой ставки Банком России в конце июля и введением новых санкций к России со стороны западных стран, в сентябре ситуация несколько успокоилась и в течение всего месяца доходность рублевых облигаций на вторичном рынке снижалась. Поддержку рынка оказали: стабилизация курса рубля, сохранение Банком России ключевой ставки на прежнем уровне в ходе заседания Совета директоров, состоявшегося 12 сентября. Воспользовавшись относительно благоприятной конъюнктурой, возобновились «рыночные» первичные размещения во всех сегментах рынка рублевых облигаций. Фактически вторая половина сентября – первая половина октября стали вторым относительно благоприятным периодом («окном») в 2014 году для проведения «рыночных» размещений.

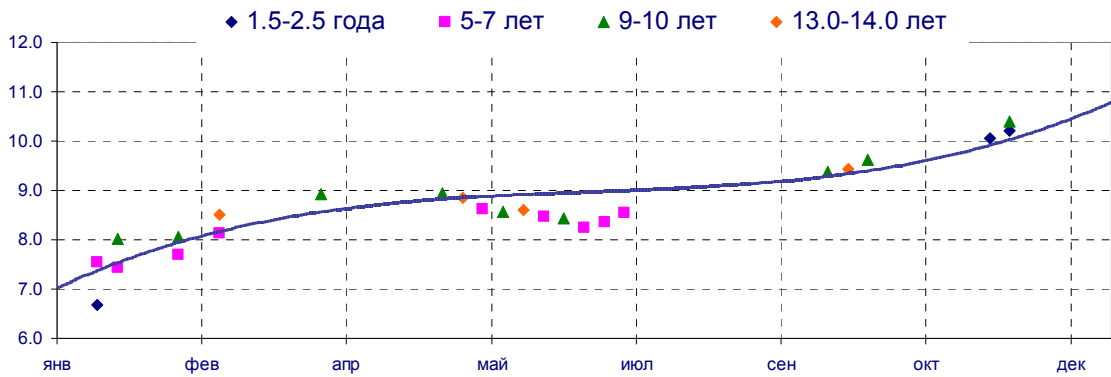
Доходность первичных размещений корпоративных облигаций в 2014г.



Первыми среди корпоративных эмитентов во второй половине сентября на рынок вышли крупнейшие российские банки с высокими кредитными рейтингами (Россельхозбанк, Альфа-Банк, Райффайзенбанк, Газпромбанк), затем уже в октябре к ним присоединились крупнейшие российские корпорации (Транснефть, Газпром). При этом сроки обращения новых выпусков с рейтингами инвестиционного уровня были сокращены до 1-2 лет при существенном росте ставок до 11-12% годовых. Для выпусков более низкого качества сроки были сокращены до 0,5-1,0 года при росте доходности до 12-13% годовых и выше. С середины октября эмитенты вновь взяли паузу после очередного повышения ключевой ставки Банком России в конце октября. В ноябре – начале декабря проходили отдельные размещения. При этом доходность по облигациям эмитентов первого эшелона (ВЭБ, ЮниКредит Банка) выросла фактически на 1,5 п.п. по сравнению с аналогичными результатами октября до уровня 12,5% годовых. Еще меньше публичных «рыночных» размещений наблюдалось после двойного декабрьского повышения ключевой ставки до 17% годовых. По облигациям первого эшелона (ВТБ) ставки выросли до 17,0-17,5% годовых, второго эшелона (АК

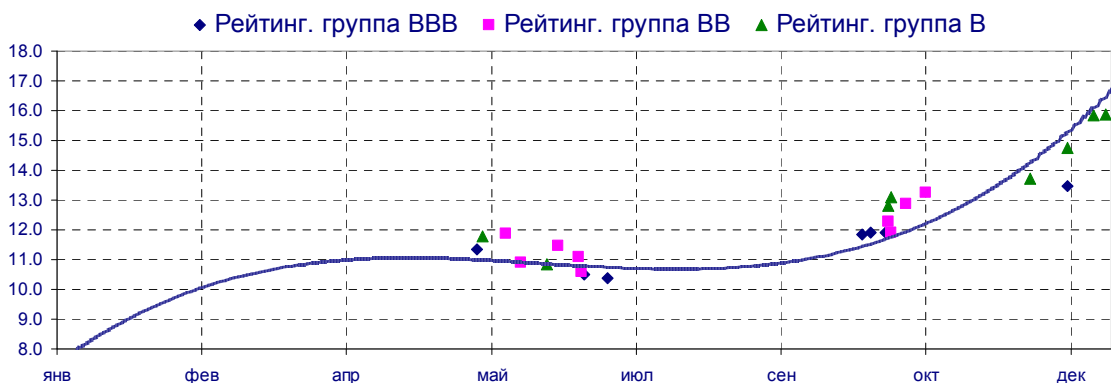
Барс, ВТБ-Лизинг, ХМ Банк Открытие) – до 18,0-22,0% годовых. Облигации ГСС были размещены в последний рабочий день 2014г. с купоном 25% годовых на 6 месяцев до оферты.

Доходность первичных размещений ОФЗ в 2014г.



В конце сентября после 9-и недельного перерыва Минфин РФ возобновил размещение ОФЗ. Однако после проведения в первой декаде октября еще двух аукционов Минфин РФ вновь был вынужден приостановить размещения из-за снижения спроса со стороны инвесторов и высокого, по мнению эмитента, уровня ставок в заявках. Возобновить аукционы Минфин РФ решил 19 ноября, на котором предложил инвесторам 1,5 летний выпуск объемом всего 5 млрд. руб. (обычный объем предложения составлял не менее 10 млрд. руб.). По итогам аукциона было размещено всего около 10% от предложенного объема со средневзвешенной доходностью 10,06% годовых. На двух последних в 2014г. аукционах, прошедших 26 ноября, эмитентом было предложено к размещению два выпуска с погашением в августе 2023г. и мае 2016г. по 5 млрд. руб. каждый. На фоне невысокого спроса и агрессивных заявок было размещено всего около 12,1% и 1,4% от предложенного объема семилетнего и полуторалетнего выпуска при доходности 10,4% и 10,2% годовых соответственно. В декабре на фоне резкого ухудшения ситуации на финансовых рынках Минфин РФ не проводил размещения ОФЗ.

Доходность первичных размещений субфедеральных и муниципальных облигаций в 2014г.



На рынке первичных размещений субфедеральных облигаций «пионером» в октябре выступил Красноярский край (также как и в мае т.г.), разместивший второй заем в текущем году. При этом в октябре стоимость заимствования для Красноярского края при сопоставимых условиях увеличилась почти на 50 б.п. по сравнению с предыдущим займом. Вместе с тем, нельзя не отметить, что в июне-июле ряд регионов на фоне благоприятной конъюнктуры смогли разместить свои займы с доходностью порядка 10,4- 10,6% годовых. В октябре диапазон купонов составлял в пределах 12-13% годовых. По мере приближению к концу

октября наблюдалось снижение интереса инвесторов к новым выпускам субфедеральных займов и повышение стоимости заимствования как в абсолютном выражении, так и относительно доходности ОФЗ. Кроме того, республики Карелия и Хакасия приняли решение о размещении лишь части заявленного объема эмиссии.

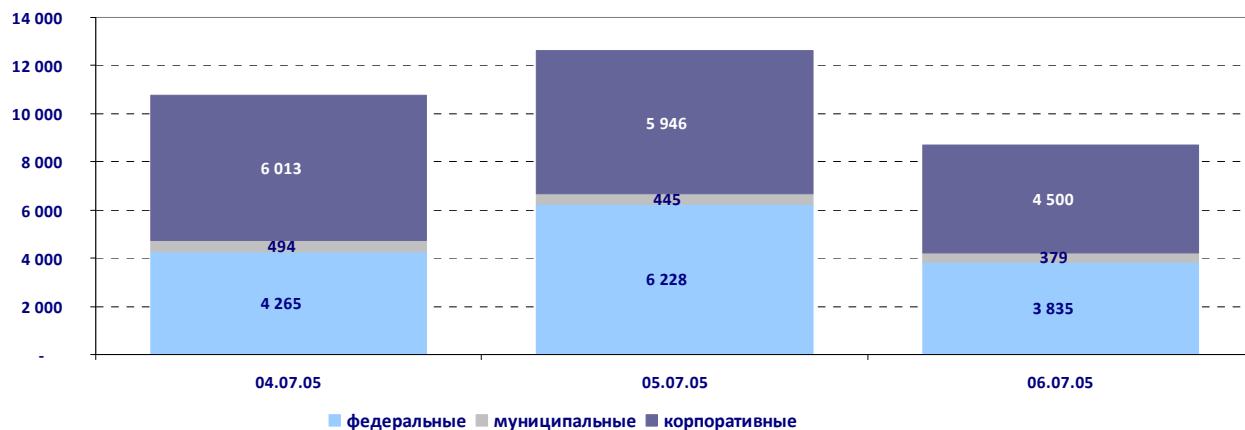
Основные итоги первичных размещений субфедеральных облигаций в 2014г.

Эмитент	Выпуск	Дата размещения	Объем (млн. руб.)		Дата погашения	Доходность % годовых	Дюрация лет	Спрэд к ОФЗ, б.п.	Рейтинги
			выпуска	размещения					S&P / Moody's / Fitch
Красноярский край	8	26.05.14	10 000	10 000	08.07.18	11.35	2.72	305	BB / Ba2 / BB+
Республика Марий Эл	7	28.05.14	2 000	2 000	07.07.18	11.78	1.95	351	- / - / BB
Республика Коми	11	05.06.14	10 100	10 100	27.11.19	11.02	2.60	275	- / Ba2 / BB+
Липецкая область	9	10.06.14	5 000	5 000	04.06.19	10.92	2.85	266	- / - / BB
Волгоградская обл.	5	19.06.14	5 000	5 000	13.07.19	10.84	2.60	259	- / - / BB-
Оренбургская обл.	3	23.06.14	6 000	6 000	14.06.21	11.08	3.65	325	- / - / BB
Белгородская обл.	8	30.06.14	5 000	5 000	21.06.21	11.08	3.02	292	- / Ba2 / -
Ярославская обл.	13	01.07.14	7 000	5 000	24.09.19	10.60	2.92	238	- / - / BB/Пз
Республика Саха (Якутия)	6	02.07.14	2 500	2 500	02.07.21	10.49	2.93	230	BB+ / - / BBB-
Самарская обл.	10	10.07.14	12 000	12 000	01.07.21	10.38	2.95	198	BB+ / Ba1 / -
Новосибирская обл.	6	09.10.14	7 000	7 000	08.10.19	11.90	2.97	228	- / - / BBB-
Красноярский край	9	06.10.14	8 250	8 250	01.10.18	11.83	2.88	220	BB- / Ba2 / BB+
ХМАО	1	14.10.14	14 000	14 000	13.10.19	11.90	2.59	207	BBB / Baa3 / BBB
Воронежская обл.	7	15.10.14	7 000	5 460	14.10.19	12.28	2.73	260	- / - / BB+
Карелия	17	15.10.14	3 000	2 000	08.04.20	12.82	2.87	312	- / - / BB-
Волгоград	7	16.10.14	1 000	1 000	10.10.19	13.11	2.56	323	- / Ba3 / -
Башкирия	9	16.10.14	6 000	6 000	11.04.19	11.90	2.75	201	BBB- / Baa3 / -
Омская область	2	21.10.14	5 000	5 000	15.10.19	12.88	2.45	319	- / Ba2 / -
Хакасия	4	28.10.14	2 500	1 650	27.10.19	13.26	2.78	333	- / - / BB
Омск	1	03.12.14	1 000	400	03.12.17	13.71	1.83	239	- / Ba3 / -
Томск	5	16.12.14	1 000	0.005	15.12.19	14.75	2.74	-366	- / - / BB
Ленинградская обл.	35001	16.12.14	7 900	275	07.12.21	13.48	2.58	-508	BB+ / - / BBB-
Волжский	1	25.12.14	1 000	0.010	24.12.19	15.85	2.64	34	B+ / - / -
Магаданская обл.	34001	29.12.14	1 000	500	24.12.18	15.87	2.50	33	BB- / - / -

После ноябрьской паузы размещения субфедеральных и муниципальных облигаций в декабре носило скорее технический характер. Учитывая, что размещения проходили при отрицательном либо минимальном положительном спреде к текущим ставкам ОФЗ, а объемы размещения порой были минимальными.

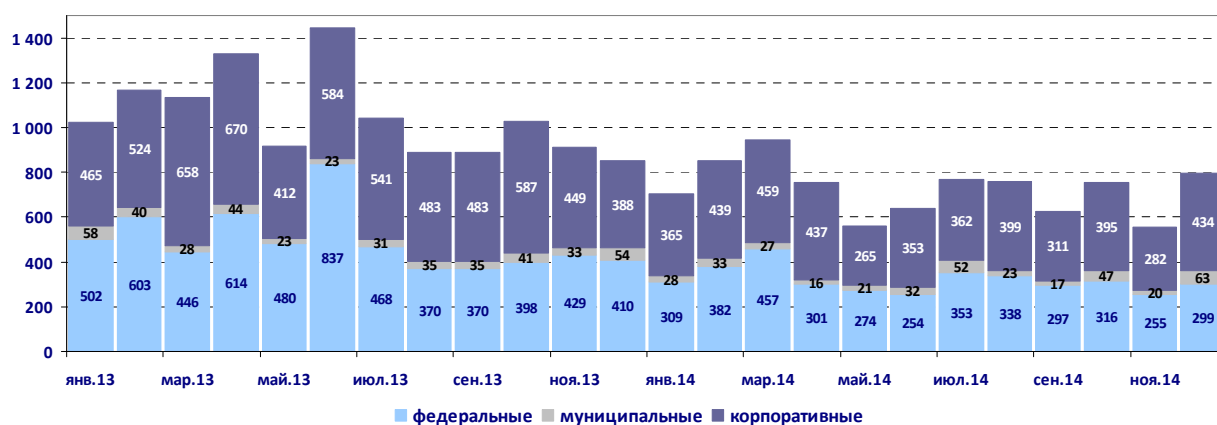
Вторичный рынок

Объем вторичных торгов по рублевым облигациям на ФБ ММВБ, по годам в млрд. руб.



Неблагоприятная конъюнктура сказалась и на активности вторичного рынка: суммарный объем сделок на ФБ ММВБ за 2014г. снизился до 8 714 млрд. руб., что на 31% ниже по сравнению с годом ранее. Максимальное снижение (-35%) продемонстрировали сделки по ОФЗ, доля которых в суммарном объеме составляет 44% (около 3 835 млрд. руб.). На 28% снизилась активность на вторичном рынке с корпоративными облигациями, объем сделок с которыми составил около 4 500 млрд. руб. (доля в суммарном объеме – 51,6%). Минимальную долю (4,3%) в суммарном обороте на рублевом долговом рынке заняли сделки с субфедеральными облигациями, объем которых составил около 379 млрд. руб., что на 15% ниже показателя за 2013г.

Объем вторичных торгов по рублевым облигациям на ФБ ММВБ, по месяцам в млрд. руб.



Перспективы рынка

В 2015г. рынок рублевых облигаций останется под влиянием как внешних, так и внутренних факторов, которые будут оказывать скорее негативное влияние и приносить больше неопределенности в динамику процентных ставок и основных показателей рынка.

Внешние факторы

Геополитические риски

Одним из основных внешних факторов остаются геополитические риски, связанные с ситуацией на юге-востоке Украины и обусловленные этим санкции со стороны США и Евросоюза. Эскалация военного конфликта, наблюдаемая в первом месяце текущего года, привела к продлению западных санкций до сентября 2015г. и увеличивает вероятность их ужесточения (вопрос будет рассматриваться Евросоюзом 12 февраля), а не их ослабления, ожидаемого в марте текущего года. Сохранение (либо ужесточение) санкций существенно затруднит России выход из сложившейся тяжелой экономической ситуации, окажет дополнительное давление на российский рубль, в т.ч. благодаря закрытым рынкам внешнего заимствования для российских эмитентов и необходимости погашения текущих внешних долгов. Только в 1 квартале 2015 года объем внешних погашений составит по данным Банка России около \$36,65 млрд., а объем выплат по внешнему долгу в 2-4 кварталах т.г. оценивался ранее порядка \$70 млрд. В 2014г. по данным ЦБ РФ суммарный внешний долг Российской Федерации сократился на сумму около \$129,4 млрд. (17,7%) и составил на 1 января 2015г. около \$599,5 млрд.

Нефтяные котировки

Вторым, но не менее значимым, а может быть и более, фактором можно назвать стоимость нефти, уровень которой трудно прогнозируема не только в кратко- и среднесрочной, но и в долгосрочной перспективе в силу влияния большого количества причин как политического, так и экономического характера. С одной стороны, мы видим готовность «идти до конца» крупнейших экспортеров – членов ОПЕК для сохранения своей доли на рынке углеводородов. С другой стороны, существенное ухудшение экономической и бюджетной ситуации во многих странах, как входящих, так и не входящих в ОПЕК может потребовать каких-то действий по стабилизации и восстановлению на более приемлемом уровне цен на нефть. Вопрос, когда и каким будет этот уровень - остается открытым.

Кредитные рейтинги

В начале и в середине января 2015г. международные агентства Fitch Ratings и Moody's, понизили кредитные рейтинги России и крупнейших российских эмитентов на одну ступень до уровня «BBB-» и «Baa3» (последняя ступень рейтинга инвестиционного уровня) соответственно. А на последней неделе месяца агентство Standard & Poor's объявило о снижении суверенного рейтинга Российской Федерации до «спекулятивного» уровня «BB+» с уровня «BBB-». При этом все три агентства сохранили «негативный» прогноз, что теоретически означает возможность дальнейшего снижения кредитных рейтингов в текущем году. Следует отметить, что агентство Moody's снизило рейтинг России через три месяца после предыдущего снижения, а агентство Standard & Poor's должно объявить свое решение на основе дальнейшего мониторинга ситуации в стране уже 17 апреля 2015г.

Последствия снижения рейтинга России со стороны S&P имело ограниченный характер для суверенных еврооблигаций РФ и отдельных российских эмитентов, учитывая, что пока сохраняются инвестиционные рейтинги от двух международных агентств. Кроме того, данное решение было ожидаемым и уже «заложено» в ценах российских обязательств. Кроме того, евробонды отдельных российских эмитентов с инвестиционным рейтингом торгуются в настоящее время с доходностью, которая соответствует ставкам по облигациям зарубежных эмитентов с более низким уровнем (разница достигает 2-3 ступеней) кредитоспособности от тех же агентств. Вместе с тем дальнейшее снижение кредитного рейтинга России до спекулятивного

уровня от Fitch или Moody's будет иметь более негативные последствия для рынка российских облигаций (и рынка капитала в целом). Однако для внутреннего облигационного рынка влияние этих факторов отчасти будет нивелировано решением Банка России об использовании для собственных операций рейтинги кредитных организаций, действующие на 1 марта 2014г., а нефинансовых компаний – на 1 декабря 2014г.

Монетарная политика мировых центральных банков

Осенью 2014г. ФРС США свернула программу количественного смягчения (QE3), однако, по нашим оценкам, вряд ли будет спешить с повышением базовой процентной ставки с нынешнего уровня 0%-0,25%. О том, когда ФРС примет решение об ужесточении монетарной политики в заявлении после заседания Федеральная комиссия по открытым рынкам ФРС США, состоявшегося 28 января 2015г., было отмечено, что это решение «будет осуществляться сбалансировано, в соответствии с ее долгосрочными целями максимальной занятости и инфляции на уровне 2%». В тоже время было отмечено, что «даже после того, как занятость и инфляция приблизятся к приемлемым значениям, экономические условия могут на некоторое время явиться основанием для сохранения целевой процентной ставки ниже уровней, которые ФРС видит в долговременном плане». Мы не исключаем, что в дальнейшем ФРС придется учитывать возможное негативное влияние на экономику страны со стороны укрепления доллара относительно всех мировых валют и ухудшения ситуации в нефтяном секторе (и обслуживающих отраслях) на фоне падения цен на нефть. Недели ранее, 22 января 2015г. Европейский Центральный Банк, базовая процентная ставка которого сохраняется на рекордно низком уровне в 0,05%, принял решение о запуске программы выкупа ценных бумаг на сумму 60 млрд. евро в месяц с марта 2015г. по сентябрь 2016г. Данная программа была принята с целью снижения риска дефляции и ускорения темпов развития экономики еврозоны. Кроме того, о снижении учетной ставки в начале текущего года заявил еще целый ряд центральных банков (Канады, европейских стран, не входящих в зону евро), что свидетельствует о сохранении мягкой денежно-кредитной политики как минимум в среднесрочной перспективе.

Внутренние факторы

Экономическая ситуация в стране

Экономическая ситуация в стране в 2015г. (а возможно и в следующие один-два года) ожидается крайне сложной. Об этом свидетельствует принятый 28 января 2015г. Правительством РФ план первоочередных мероприятий по обеспечению устойчивого развития экономики и социальной стабильности в 2015 году. Антикризисный план нацелен на обеспечение устойчивого развития экономики и социальной стабильности в период наиболее сильного влияния неблагоприятной внешнеэкономической и внешнеполитической конъюнктуры. «В 2015 - 2016 годах будут реализованы меры, направленные на активизацию структурных изменений в российской экономике, стабилизацию работы системообразующих организаций в ключевых отраслях и достижение сбалансированности рынка труда, снижение инфляции и смягчение последствий роста цен на социально значимые товары и услуги для семей с низким уровнем доходов, достижение положительных темпов роста и макроэкономической стабильности в среднесрочной перспективе», - было отмечено в документе.

Среди ключевых направлений действий Правительства РФ в течение ближайших месяцев в частности были названы: поддержка импортозамещения и экспорта по широкой номенклатуре несырьевых; содействие развитию малого и среднего предпринимательства за счет снижения финансовых и административных издержек; создание возможностей для привлечения оборотных и инвестиционных ресурсов с приемлемой стоимостью в наиболее значимых секторах экономики; оптимизация бюджетных расходов за счет выявления и сокращения неэффективных затрат, концентрации ресурсов на приоритетных направлениях развития и выполнении публичных обязательств; повышение устойчивости банковской системы и создание механизма санации проблемных системообразующих организаций.

Вместе с тем Правительство РФ рассчитывает, что постепенная стабилизация мировых сырьевых рынков и предпринимаемые совместно с Банком России меры позволят нормализовать ситуацию на валютном рынке и создать условия для существенного снижения номинальных процентных ставок и повышения доступности кредитования.

Для долгового рынка одной из проблем, связанных с ситуацией в экономике, может стать неисполнение банками и компаниями (в первую очередь, второго и третьего эшелонов) своих обязательств по облигациям на фоне ухудшения финансовых показателей. Такие случаи уже наблюдались в прошлом году. По облигациям 5 компаний на общую сумму 21,75 млрд. руб. произошли дефолты. Крупнейшей среди них стала компания «ЮТэйр-Финанс», объем неисполненных обязательств по облигациям которой превышает 14,5 млрд. руб. Вместе с тем, мы не ожидаем массовых дефолтов 2015г., но отдельные «кандидаты» на текущий момент уже существуют.

Курс рубля

Резкое ослабление рубля в конце 2014г. стало отражением его высокой зависимости от нефтяных цен, а также реакцией на введение санкций западных стран, ограничивших российским банкам и компаниям доступ на внешние рынки капитала. Потребность в иностранной валюте для погашения внешних долгов, очередной пик которого пришелся на декабрь 2014г., стала дополнительным фактором возникновения ажиотажного спроса на иностранную валюту. Несмотря на некоторую стабилизацию курса рубля после предпринятых мер со стороны Банка России и Правительства РФ, с конца января т.г. вновь наблюдается тенденция к ослаблению рубля. Нестабильность и высокая волатильность на валютном рынке негативно влияет на привлекательность рублевых долговых инструментов и сокращает спрос на них со стороны инвесторов.

Инфляция

Введение санкций западных стран и эмбарго России на поставку ряда продовольственных товаров наряду с резким ослаблением рубля стали основными причинами ускорения роста инфляции и инфляционных ожиданий во второй половине 2014г. По итогам прошлого года индекс потребительских цен вырос до 11,4% против 6,5% в 2013г. За первые три недели января инфляция уже составила 2,1% (приблизившись к показателю декабря 2014г. на уровне 2,6%), что соответствует порядка 13.1% в годовом исчислении. По оценкам пик инфляции год к году мы можем увидеть во втором квартале 2015г., при дальнейшем умеренно снижении. По оценкам Минфина РФ инфляция к концу года может составить порядка 12,5%, Банк России прогнозирует ниже 10% в январе 2016г. Участники рынка прогнозируют уровень инфляции в текущем году в достаточно широком диапазоне 9-13% (средний прогноз порядка 10-11%).

Политика Банка России

Основной целью денежно-кредитной политики Банка России в 2014г. было обозначено таргетирование инфляции при постепенном переходе к плавающему курсу рубля. Жизнь внесла свои коррективы. В течение прошлого года Банк России был вынужден несколько раз поднимать ключевую ставку и прибегать к валютным интервенциям, однако это приводило лишь к краткосрочной стабилизации ситуации на валютном рынке. При этом в течение большей части года Банк России предоставлял коммерческим банкам практически неограниченный объем рублевой ликвидности, в т.ч. под залог облигаций, что стало одним из главных факторов поддержки рынка и основной причиной отсутствия массовых распродаж в рублевых облигациях. Осенью Банк России начал предпринимать дополнительные меры, направленные на повышение валютной ликвидности и стабилизации банковской системы, действие которых продолжится и в текущем году. К ним, прежде всего, надо отнести: операции «валютный» СВОП: операции валютного РЕПО сроком 1 день и 1 неделя с последующим расширением линейки этих инструментов за счет увеличения срока до 1 год и с повышением привлекательности за счет одновременного снижения процентных ставок по ним. В конце 2014г. Банк России ввел временный мораторий

на признание отрицательной переоценки по портфелям ценных бумаг кредитных организаций и некредитных финансовых организаций, что позволит снизить чувствительность участников рынка к рыночному риску. Кроме того, Банк России объявил в прошлом и приступил в текущем году к кредитованию банков в иностранной валюте под залог нерыночных активов в иностранной валюте. Также Банк России ослабил требования к ценным бумагам, принимаемым в Ломбардный список, отменив в частности необходимость наличия рейтинга от международных агентств или наличия госгарантий. Это решение может поддержать рынок облигаций относительно небольших компаний второго и третьего эшелонов, имеющих удовлетворительное финансовое состояние.

Вместе с тем, 30 января 2015г. Банк России принял решение о снижении ключевой ставки с 17% до 15%, ссылаясь на изменение баланса рисков ускорения роста потребительских цен и охлаждения экономики. Это решение (как и многие решения в прошлом году) Банка России вновь стало неожиданным для большинства участников рынка, принимая во внимание ожидаемый рост инфляции в ближайшие месяцы и нестабильность на валютном рынке. Очевидно, что в текущем году можно ожидать возможных изменений в денежно-кредитной политике Банка России в том числе с учетом принятого антикризисного плана Правительства страны.

Возможные сценарии развития

Под влиянием вышеперечисленных и ряда других возможных факторов будет формироваться конъюнктура рынка рублевых облигаций в текущем году. С учетом возможного сочетания направления и силы этого влияния нам предполагаем возможность развития ситуации по трем основным сценариям, основные параметры которых представлены в таблице.

Основные параметры и показатели	Негативный сценарий	Нейтральный (базовый) сценарий	Позитивный сценарий
Стоимость нефти Brent, долл./бар. (в среднем за год)	40,0-45,0	50,0-55,0	60,0-65,0
Курс рубля к доллару США (в среднем за год)	75,0-80,0	65,0-70,0	60,0-65,0
Индекс потребительских цен, % год к году (на конец года)	13,5-14,0	11,5-12,0	10,0-10,5
Ключевая ставка Банка России, % (на конец года)	14,5-15,0	12,5-13,0	10,5-11,0
Доходность рублевых облигаций, % годовых (на конец года):			
- ОФЗ, дюрация 2-5 лет	15,5-16,5	13,0-13,5	11,5-12,0
- субфедеральные облигации, дюрация 2-3 года			
1 эшелон	16,5-17,5	14,0-14,5	12,5-13,0
2 эшелон	18,5-20,0	15,0-16,0	13,5-14,5
3 эшелон	19,5-20,5	16,0-17,0	15,0-15,5
- корпоративные облигации, дюрация 1-2 года			
1 эшелон	17,5-18,5	14,0-14,5	12,5-13,0
2 эшелон	18,5-19,5	15,5-16,5	13,5-14,5
3 эшелон	20,5-22,5	17,0-18,0	15,0-16,0

Негативный сценарий

В условиях негативного сценария предполагается: усиление влияния геополитических рисков, ухудшение экономической ситуации в стране, возможное падение цен на нефть до уровня \$30-35 за баррель, ослабление рубля и ускорение инфляции в первой половине года. На этом фоне нельзя не исключать, что Банк России будет вынужден вновь прибегнуть к краткосрочному повышению ключевой ставки. В тоже время во второй половине года негативное влияние основных факторов может несколько ослабнуть. Однако к концу года, мы увидим более слабый рубль, повышение инфляции по сравнению с прошлым годом, сохранение ключевой ставки Банка России на текущих уровнях. На рынке рублевых облигаций сохранится низкая ликвидность на фоне возможного повышения ставок (вслед за ключевой ставкой ЦБ РФ). Первичный рынок в первой половине года будет практически «закрит» для широкого круга эмитентов, для которых уровень заимствования будет крайне дорогим. Вместе с тем, возможно, будут проходить отдельные размещения, прежде всего кредитных организаций, которые могут более быстрыми темпами адаптироваться к высоким уровням ставок. При этом потребуются существенные премии для того, чтобы привлечь инвесторов, возможности и интерес которых будут существенно ограничены. Притока больших объемов «свежих» денег не ожидается, преимущественно будут реинвестированы средства, полученные от погашения основной суммы и процентных платежей, а также в результате выкупа по оферте (более 3 трлн. от погашения и около 1,8 трлн. руб. от оферт).

Нейтральный (базовый) сценарий

Нейтральный (базовый) сценарий предполагает отсутствие глубоких стрессовых ситуаций. Цены на нефть при возможных разнонаправленных колебаниях в течение года будут относительно стабильны, что будет служить хорошей поддержкой курса рубля, ослабление которого будет ограниченным. Предпринятые Правительством РФ и Банком России меры позволят в скором времени и в большей мере стабилизировать социальное и экономическое положение в стране. Ускорение инфляции будет незначительным по сравнению с предыдущим годом, что позволит Банку России во второй половине года снизить ключевую ставку до 12,5-13,0%. Снижение ключевой ставки станет основным условием снижения доходности на рынке облигаций. Однако это произойдет только во второй половине года, в то время как в первой половине неопределенность может сохраниться: на фоне низкой ликвидности и сохранения относительно высоких ставок на вторичном рынке.

Позитивный сценарий

Основой позитивного сценария может служить восстановление цен на нефть выше текущих уровней, снижение геополитических рисков, снижение негативного влияния западных санкций. В результате произойдет стабилизация курса рубля и снижение темпов роста инфляции, а также улучшение финансово-экономической ситуации в стране, снижение ключевой ставки. Кредитные рейтинги страны остаются на инвестиционном уровне. Все это в свою очередь может повысить доверие инвесторов к рублевым активам и активизировать рынок рублевых облигаций. На фоне снижения процентных ставок обеспечит рост интереса к нему со стороны широкого круга эмитентов. Вместе с тем для реализации этого сценария особых предпосылок в начале текущего года пока не наблюдается.

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.