



Александр Ермак [aermak@region.ru](mailto:aermak@region.ru)  
Юлия Гапон [gaпон@region.ru](mailto:gaпон@region.ru)

### **Рынок рублевых облигаций: заоблачный спрос 2017 года**

*Основные итоги рынка рублевых облигаций за 2017 год и перспективы 2018 года*

*В 2017г. на рынке рублевых облигаций преобладала благоприятная конъюнктура, что способствовало росту основных количественных показателей во всех его сегментах на фоне рекордных объемов первичных размещений. Снижение Банком России ключевой ставки, которое по итогам годам составило 2,25 п. п. до 7,75%, на фоне резкого падения инфляции до минимального в российской истории уровня в 2,5% к концу года способствовало продолжению роста цен рублевых облигаций и снижения их доходностей, которые вернулись на предсанкционный уровень четырехлетней давности. Кроме того, ключевыми моментами в сфере регулирования долгового рынка, оказавшими определенное влияние на его динамику, по нашему мнению, стали: реализация рейтинговой реформы, снижение ставки налога по купонным доходам для юридических лиц, введение налоговых льгот по корпоративным облигациям для частных инвесторов, изменение подходов Банка России к формированию Ломбардного списка. Сложившиеся на начало 2018г. внешние и внутренние условия позволяют с оптимизмом ожидать дальнейшего развития рынка рублевых облигаций в текущем году. При этом одним из главных факторов неопределенности является возможность ужесточения санкций со стороны США, которые могут затронуть рынок внутреннего государственного долга.*



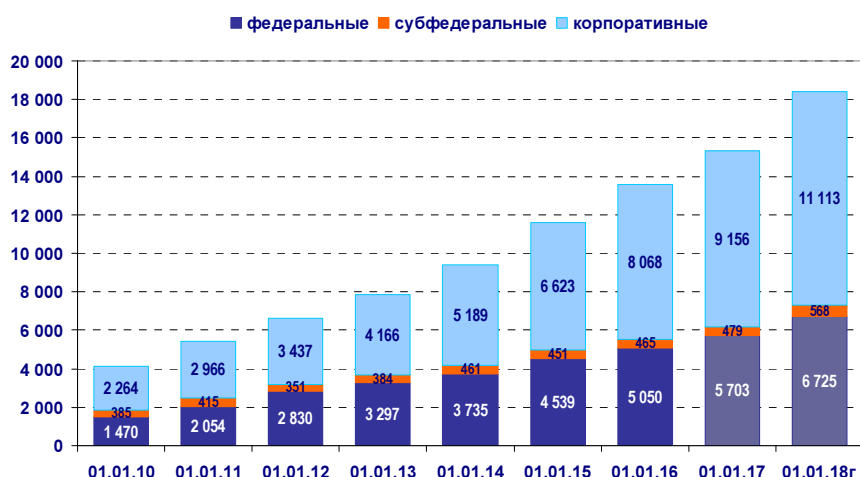
## Ключевые события 2017г.

- ✓ **Снижение ключевой ставки.** В 2017г. Банк России провел 8 заседаний по вопросам денежно-кредитной политики, из которых на шести было принято решение о снижении ключевой ставки. В результате за год она была снижена на 225 б.п. с 10% до 7,75%. Внеплановых заседаний в течение 2017г. регулятор не проводил. Одной из главных причин смягчения денежно-кредитной политики Банком России стало резкое снижение инфляции, которая к концу года достигла исторически минимального уровня в 2,5% год к году, что стало существенно ниже таргетируемого Банком России уровня в 4%.
- ✓ **Рейтинговая реформа.** Перестройка рейтинговой индустрии, стартовавшая в 2015г. с принятия Закона «О деятельности кредитных рейтингов в РФ», в 2017г. была фактически завершена. Ключевой датой стало 14 июля 2017 года, когда «переходный период», предоставленный рейтинговым агентствам Банком России для прохождения аккредитации закончился. С этого момента регулирование отечественного финансового рынка перешло с международных на национальные рейтинги, которые имеют право присваивать аккредитованные агентства, которыми в настоящий момент являются: АКРА (АО) и АО «Эксперт РА». Международные агентства «большой тройки» «сконцентрировались» на присвоении российским эмитентам рейтингов только по международной шкале.
- ✓ **Налоговые льготы для физических лиц.** Весной 2017 года государство ввело налоговые льготы для частных инвесторов (начали действовать с 1 января 2018 года), делающие процедуру налогообложения купона схожей с налогообложением доходов по банковским вкладам. Инвесторы освобождаются от уплаты НДФЛ с купонного дохода по рублевым корпоративным облигациям, эмитированным после 1 января 2017г., не являющимися «высокодоходными», т.е. ставка купона по ним не превышает ставку рефинансирования ЦБ РФ +5% (ФЗот 03.04.2017 N 58-ФЗ (ред. от 30.09.2017) "О внесении изменений в главу 23 части второй Налогового кодекса Российской Федерации" К РФ).
- ✓ **Снижение ставки налогов для юридических лиц.** С 1 января 2017 года налоговая ставка по доходу в виде процентов по облигациям составляет 15% вместо 20% (Федеральный закон от 03.07.2016 N 242-ФЗ подпункт 1 пункта 4 статьи 284).
- ✓ **Изменения подходов к формированию Ломбардного списка.** 7 июля 2017г. Совет директоров Банка России с учетом требований законодательства о рейтинговой деятельности принял решение о том, что, начиная с 14 июля 2017г. при включении в Ломбардный список Банка России облигаций субъектов РФ и МО, а также облигаций некредитных организаций будет требоваться наличие у выпусков (эмитентов) указанных ценных бумаг кредитного рейтинга на уровне не ниже «ruBBB», присвоенного кредитным рейтинговым агентством АО «Эксперт РА», или «BBB(RU)», присвоенного кредитным рейтинговым агентством АКРА (АО). Кроме того, Банком России было решено, что включение в Ломбардный список облигаций кредитных и страховых организаций, а также облигаций Внешэкономбанка приостановлено с 1 октября 2017 года. Одновременно, было принято решение о поэтапном увеличении дисконтов по включенным в Ломбардный список ценным бумагам соответствующих финансовых организаций (а с 1 июля 2018 года полному прекращению операций кредитования и РЕПО с ними), что привело к сокращению банками размещений новых облигационных выпусков на фоне снижения интереса к ним со стороны инвесторов, отдающих предпочтение «ломбардным» бумагам. Кроме того, 20 октября 2017г. Банк России сообщил, что повышает требования к минимальному уровню кредитного рейтинга выпуска (эмитента) ряда категорий облигаций, включаемых в Ломбардный список. Так с 1 января 2018 года для облигаций субъектов РФ и МО, облигаций юридических лиц — резидентов Российской Федерации, не являющихся кредитными организациями, минимальное значение кредитного рейтинга выпуска (эмитента) устанавливается на уровне не ниже «A(RU)»/«ruA» по классификации кредитных рейтинговых агентств АКРА (АО) / АО «Эксперт РА» соответственно.

### Объем и структура рынка рублевых облигаций

На конец 2017г. общий объем рынка рублевых облигаций увеличился на 20,0% по сравнению с началом года и составил более 18,405 трлн. руб. При этом объем рынка ОФЗ вырос на 17,9% и составил около 6,725 трлн. руб. Объем корпоративных облигаций в обращении составил на конец рассматриваемого периода около 11,114 трлн. руб., что на 21,4% выше уровня начала года. Относительно высокий рост по сравнению с предыдущими годами, составивший около 18,4% против около 3% в 2015-2016гг., был зафиксирован по субфедеральным облигациям, объем в обращении которых вырос до 567,6 млрд. руб.

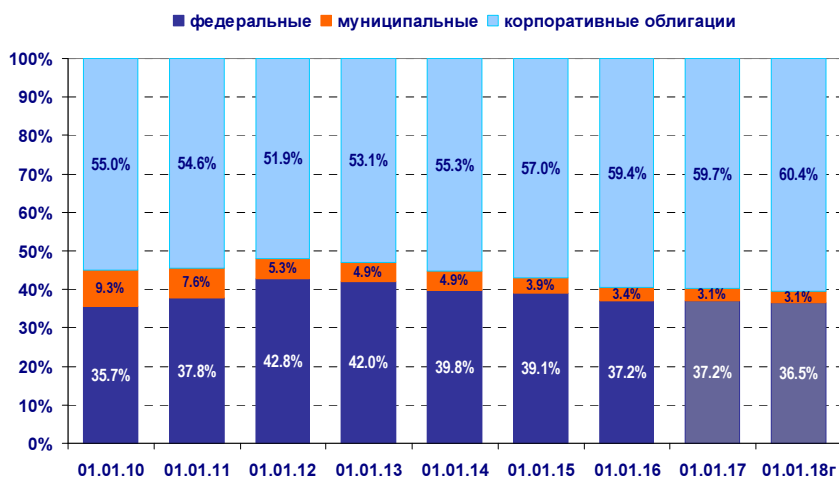
**Рисунок 1.1. Объем рублевого облигационного рынка в обращении, млрд. руб.**



Источник: расчеты БК «РЕГИОН».

В результате структура рынка рублевых облигаций изменилась незначительно: доля ОФЗ снизилась до 36,5% с 37,2% в начале года, доля корпоративных облигаций выросла на 0,7 п.п. и составила 60,4%, что является максимальным значением за всю историю рынка. Доля субфедеральных облигаций практически не изменилась (по сравнению с началом года снижение всего на 0,05 п.п., вновь показав очередной исторический минимум в размере 3,08% против 3,13% на начало 2017г. (и против порядка 3,4-3,9% в 2014-2015гг., 4,9-5,30% в 2011-2013гг.).

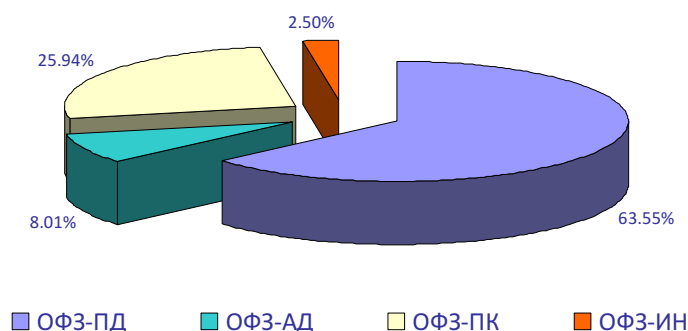
**Рисунок 1.2. Структура рублевого облигационного рынка в обращении, %**



Источник: расчеты БК «РЕГИОН».

На рынке государственных облигаций основная доля в размере около 63,6% (+10,1% с начала года) приходится на облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД). С 13,2% в начале года до 8,0% (-5,2%) снизилась доля облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД). Около 2,5% (-0,4% с начала года) рынка занимает единственный выпуск облигаций федерального займа с индексированным номиналом (ОФЗ-ИН).

**Рисунок 2.1. Структура рынка федеральных облигаций**



Источник: расчеты БК «РЕГИОН».

В прошедшем году приостановился наблюдаемый в 2015-2016гг. рост доли облигаций федерального займа с переменным купоном (ОФЗ-ПК), которая снизилась за 2017 год с 30,5% до 25,9%. Объем облигаций в абсолютном выражении также снизился с 1 934,3 млрд. до 1 748,4 млрд. руб., что, в первую очередь, было обусловлено погашением 27 декабря выпуска ОФЗ-ПК 24018 в объеме 200 млрд. руб. Напомним, что основной особенностью обращения данных выпусков ОФЗ-ПК является порядок определения ставок второго и последующих купонов, которые привязаны к ставке RUONIA, и соответственно отсутствие возможности посчитать доходность до погашения. В конце июня прошлого года стала известна ставка последнего купона по самому «короткому» выпуску ОФЗ-ПК 24018 с погашением в декабре 2017г. Это позволило сделать ретроспективные расчеты доходности облигаций с начала их обращения и сравнить результаты расчетов с доходностью сопоставимого по срокам погашения выпуска ОФЗ-ПД 25081 с погашением в январе 2018г. (см рис.2.2.). Как видно на графике, торги по облигациям ОФЗ-ПК 24018 начинались при существенной «премии» к ОФЗ-ПД, которая достигала 200-300 б.п. В дальнейшем в течение большего времени «премия» сохранялась, снизившись при этом до 30-50 б.п. до объявления последнего купона.

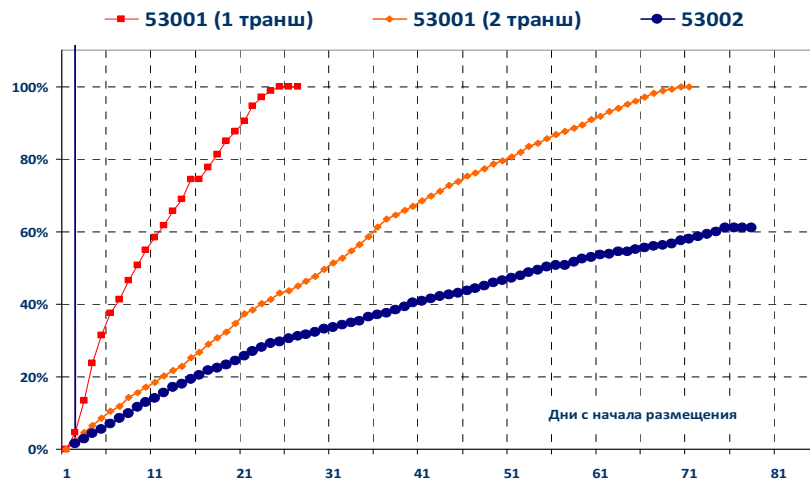
**Рис. 2.2. Доходность ОФЗ-ПК 24018 vs ОФЗ-ПД 25081**



Источник: расчеты БК «РЕГИОН».

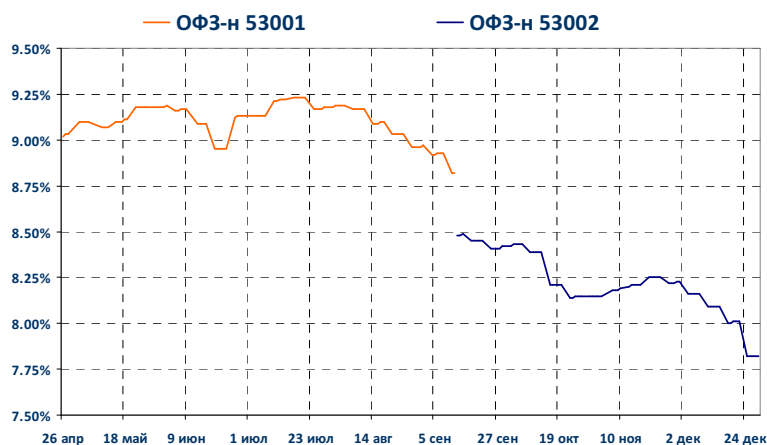
Говоря о рынке государственных облигаций, нельзя не выделить новый продукт, который появился в 2017г. и был ориентирован на инвесторов – физических лиц, - **облигации федерального займа для населения (ОФЗ-н)**. 26 апреля 2017г. Минфин начал продажу трехлетних ОФЗ для населения (серия 53001), дебютируя с 15 млрд. руб., который был реализован в течение первых 26-ти дней. В последующем было принято решение о размещении дополнительного транша выпуска той же серии. В результате предельный объем выпуска серии 53001 был увеличен вдвое, до 30 млрд. рублей по номиналу. Период размещения дополнительного выпуска установлен с 6 июня по 25 октября 2017г. В полном объеме второй транш был размещен 12 сентября, на 71 день с начала продаж. 11 сентября 2017г. Минфин РФ принял решение о размещении второго выпуска ОФЗ-н серии 53002 в объеме 15 млрд. руб. и с погашением через 3 года. Продажа облигаций началась 13 сентября 2017г., окончание размещения запланировано на 14 марта 2018г. Размещение ОФЗ-н серии 53002 идет менее успешно по сравнению с первым и вторым траншами серии 53001. По состоянию на 29 декабря 2017г., в течение 78-ми дней с начал продаж было реализовано ОФЗ-н на сумму около 9 156,5 млн. руб. или 61,04% от общего объема облигаций второго выпуска.

**Рисунок 2.3. Объем размещения ОФЗ-н серий 53001 и 53002**



Источник: данные Минфина, расчеты БК «РЕГИОН»

**Рисунок 2.4. Доходность к погашению ОФЗ-н серий 53001 и 53002, % годовых (до вычета комиссионного вознаграждения агента)**



Источник: данные Минфина, расчеты БК «РЕГИОН»

Ориентируясь на высокий спрос, предъявленный населением к ОФЗ-н, ряд региональных и корпоративных заемщиков также обратили свое внимание на перспективный класс инвесторов – физических лиц.

Томская область, имеющая уже 15-и летний опыт выпуска облигации для жителей региона и активно использующая этот финансовый инструмент для привлечения в бюджет средств населения, в 2017 году разместила данные облигации на сумму 2 млрд. рублей, что в четыре раза больше, чем в 2015 году. На сегодняшний день ставка купонного дохода по облигациям Томской области для населения установлена в размере 8,5% годовых. В 2018 году планируется выпустить областные внутренние займы Томской области для населения на сумму до 2,5 млрд. рублей.

В октябре 2017г. состоялось размещение облигаций для населения Ямало-Ненецкого автономного округа. Срок обращения составлял 5 лет, ставка купонов на весь срок до погашения был установлен на уровне 9,25% годовых.

13 октября 2017г. Сбербанк России разместил биржевые облигации на 40 млрд. рублей по номинальной стоимости, более половины из которых были выкуплены премиальными клиентами Сбербанка. Срок обращения займа составляет 3 года и 2 месяца, ставка купона на весь срок обращения бумаг была установлена в размере 8,00% годовых.

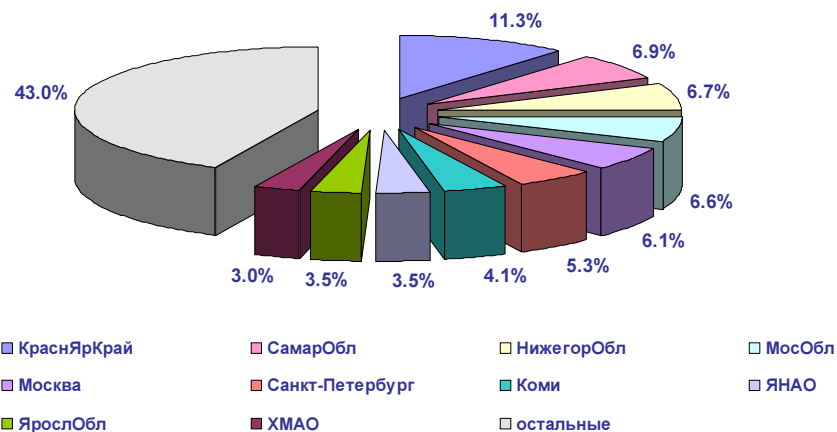
14 декабря 2017г. Банк ВТБ разместил биржевые облигации на 10 млрд. руб., сбор заявок по которым проводился с 4 по 12 декабря 2017г. Срок обращения бумаг составляет 1 год, ставки квартальных купонов на весь срок обращения облигаций были заранее установлены в размере 8,00% годовых.

Рост интереса инвесторов – физических лиц к облигационному рынку в 2017г. был обусловлен более высоким уровнем доходности облигаций по сравнению с банковскими депозитами, а также освобождение с 1 января 2018г. от налогообложения доходов, полученных в виде купонных выплат по облигациям российских эмитентов, выпущенным в 2017-2018гг. Очевидно, что позитивное влияние этих факторов сохранится и в 2018г.



На рынке субфедеральных и муниципальных облигаций на конец 2017г. были представлены 128 выпусков долговых ценных бумаг 53 эмитентов, в том числе 11 выпусков 6 органов местной власти. Максимальную долю рынка по объему в обращении (около 11,3%) по-прежнему занимают облигации Красноярского края. Второй и третьей по объему облигационных займов стали Самарская и Нижегородская области с долей 6,9% и 6,7% рынка соответственно. В число крупнейших региональных заемщиков на публичном рынке вошла Московская область с долей 6,6%. Доля облигаций Москвы, которая не размещала свои долговые ценные бумаги с октября 2013г., сократилась до 6,1% (против 12% на начало текущего года и около 23% годом ранее). За Москвой следует Санкт-Петербург с долей 5,3%. Десять крупнейших региональных заемщиков с суммарной долей около 57% представлены на графике.

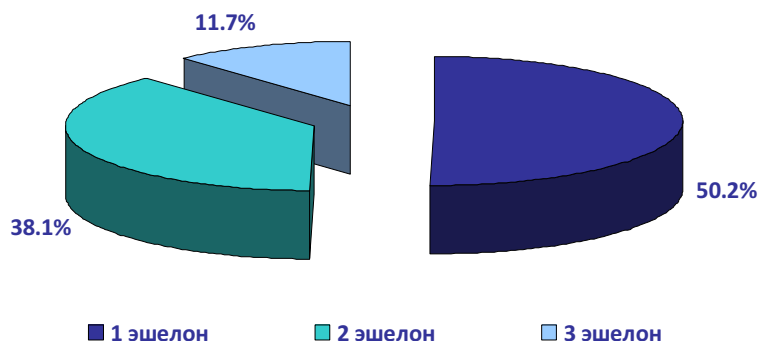
**Рисунок 3.1. Структура рынка субфедеральных и муниципальных облигаций**



Источник: расчеты БК «РЕГИОН».

На конец 2017г. доля облигаций региональных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) выросла до 50,2% от суммарного объема рынка против 42,8% на начало текущего года, что стало результатом роста активности данных эмитентов на первичном рынке. Доля облигаций второго эшелона снизилась до 38,1% с 44,2% на начало года, доля третьего эшелона до 11,7% против 13,0%.

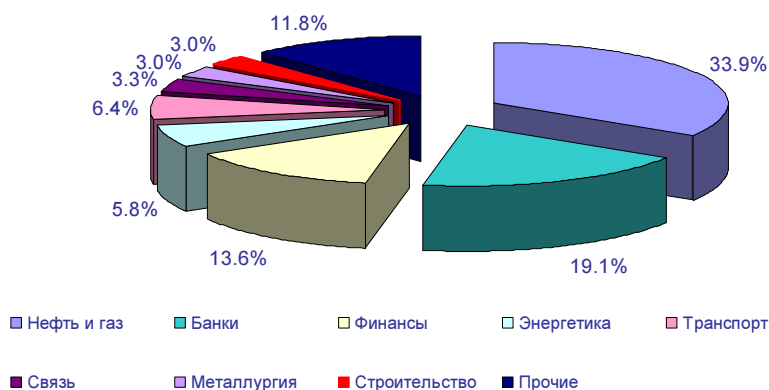
**Рисунок 3.2. Качественная структура рынка субфедеральных и муниципальных облигаций, % от общего объема**



Источник: расчеты БК «РЕГИОН».

На рынке корпоративных облигаций по итогам 2017г. нефтегазовый сектор второй год подряд сохраняет свое лидерство с долей 33,9% в общем объеме против 26,7% на начало рассматриваемого периода, опережая банковский сектор, доля которого снизилась за год с 19,9% до 19,1%. Порядка 13,6% (против 18,9% на начало года) приходится на финансовый сектор (в котором наиболее широко представлены облигации ипотечных агентов, а также облигации лизинговых, страховых и других финансовых компаний). Из отраслей реального сектора высокие позиции занимают: транспорт и энергетика с долей порядка 6,4% и 5,8% соответственно. Около 3,3% от общего объема занимает связь, примерно по 3,0% приходится металлургию и строительство. Доля облигаций эмитентов остальных отраслей составила около 11,8%.

**Рисунок 4.1. Отраслевая структура рынка корпоративных облигаций**

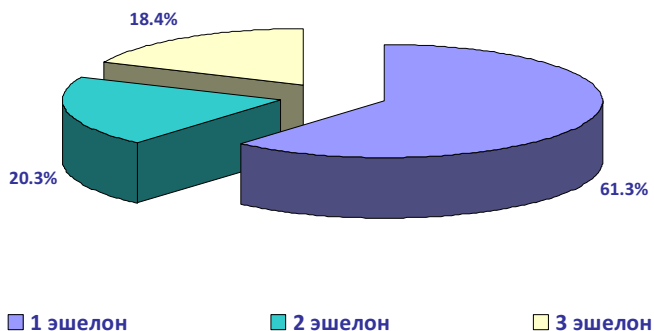


Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН»

В качестве крупнейших заемщиков на рынке корпоративных облигаций на конец 2017г. можно назвать: НК «Роснефть» (с долей 27,2%), РЖД (5,3%), ФСК ЕЭС (3,2%), Транснефть (3,0%), Башнефть (1,2%). Госкорпорация ВЭБ занимает 3,2% (ВЭБ-лизинг – 0,7%), АИЖК - 1,5% от общего объема рынка. Среди кредитных организаций крупнейшими заемщиками являются Россельхозбанк с долей около 2,4%, Банк ГПБ с долей 1,6%.

Продолжает расти доля облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством), которая оценивается нами на конец 2017г. на уровне 61,3% против 54,7% на начало года от суммарного объема рынка. Доля облигаций второго эшелона составляет, по нашим оценкам, 20,3% (на начало года 23,4%), третьего эшелона – 18,4% (на начало года - 21,9%).

**Рисунок 4.2. Качественная структура рынка корпоративных облигаций**



Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН»



## Основные показатели первичного рынка

Объем первичных размещений рублевых облигаций за 2017г. составил, по нашим оценкам, около 4 775,5 млрд. руб., превысив на 41,5% показатель 2016 года (рис. 5). При этом на долю ОФЗ пришлось 35,4% от общего объема размещений, на субфедеральные и корпоративные облигации – 4,4% и 60,2% соответственно.

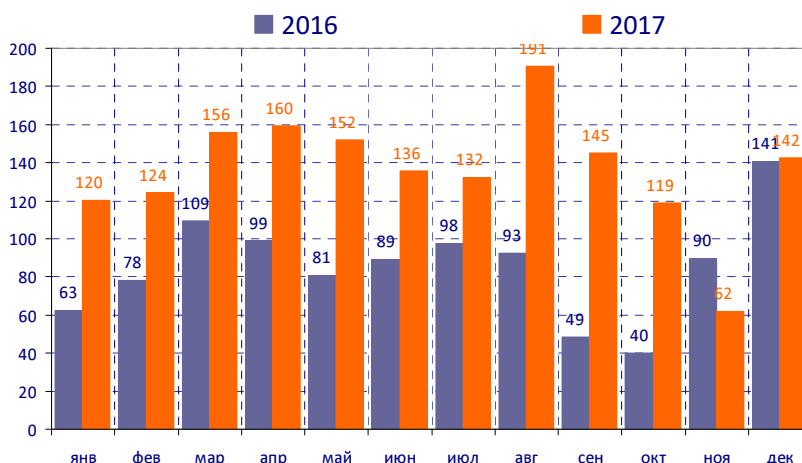
Рисунок 5. Объем первичного размещения облигаций в 2011–2017гг., млрд. руб.



Источники: Московская Биржа, расчеты БК «РЕГИОН»

Лучшую динамику показал **первичный рынок ОФЗ**, объем размещений которых составил за 2017г. около 1 689,1 млрд. руб., что на 64,3% больше, чем за аналогичный период предыдущего года. При этом в первом квартале т.г. эмитенту удалось выполнить план по привлечению на внутреннем рынке, разместив ОФЗ в объеме 400 млрд. руб. по номиналу. Во втором квартале объем размещений составил более 447 млрд. руб., однако квартальный план, установленный в объеме 500 млрд. руб., был выполнен на 89%. В третьем квартале 2017г. первоначальный план по размещению ОФЗ, установленный в объеме 400 млрд. руб., пришлось увеличивать на 85 млрд. руб. В результате фактический объем размещения по итогам третьего квартала составил около 467,7 млрд. руб. Максимальный месячный объем размещения, составивший около 191 млрд. руб., был зафиксирован в августе т.г. В четвертом квартале 2017г. первоначальный план по размещению ОФЗ был установлен в объеме 310 млрд. руб., а фактический объем размещения по итогам квартала составил около 373,6 млрд. руб. В результате план на 2017г. по привлечению заимствований через ОФЗ был выполнен практически в полном объеме.

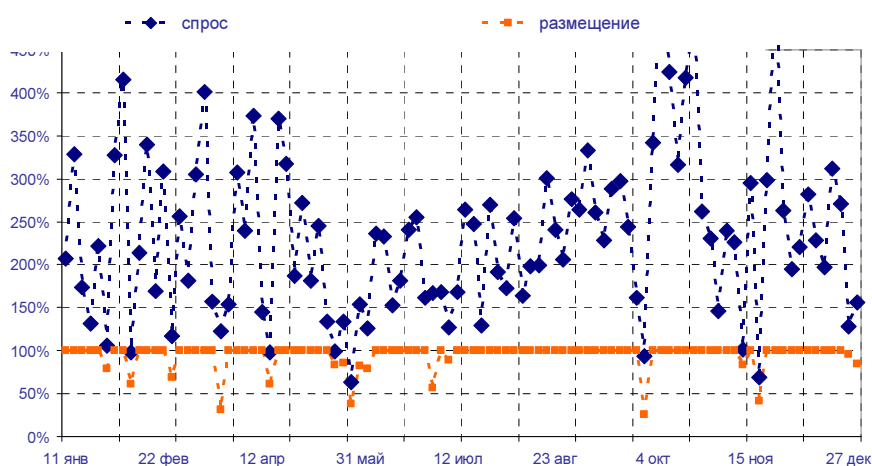
Рисунок 6. Объем размещения ОФЗ в 2016-2017гг., млрд. руб.



Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

Большая часть аукционов прошла при высоком спросе со стороны инвесторов, который в 2–4 раза превышал предложение (рис. 7.1). Вместе с тем конъюнктура первичного рынка не всегда была благоприятной для эмитента: наблюдались периоды слабого, но агрессивного спроса, когда Минфину РФ приходилось ограничивать объем размещения или предоставлять инвесторам дополнительную «премию». Наиболее часто такие размещения проходили в первой половине года, во второй половине года это наблюдалось на последнем аукционе сентября, в середине ноября и на последнем аукционе декабря (отчасти это носило технический характер, связанный с предельным объемом допустимого заимствования).

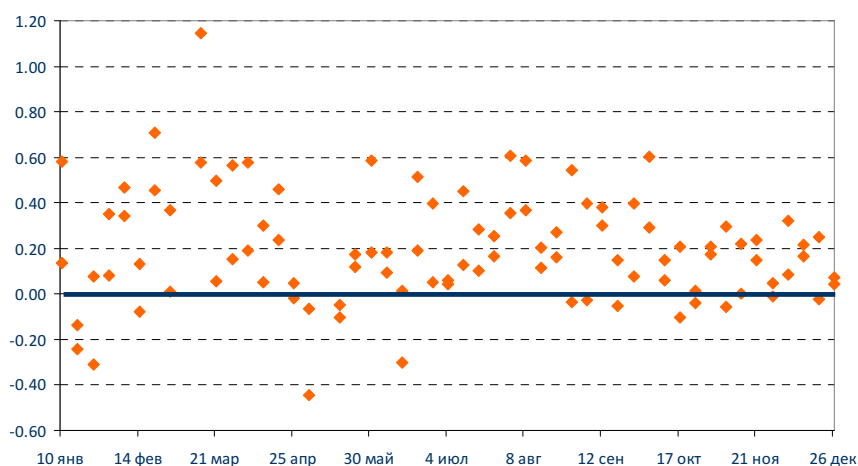
**Рисунок 7.1. Объем спроса и размещения, в % от объема предложения ОФЗ**



Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

Росту внутренних заимствований Минфина РФ в 2017г. способствовал спрос не только со стороны инвесторов – нерезидентов (об их операциях на рынке смотри ниже), но и со стороны российских инвесторов. Это объясняется тем, что участие в большей части аукционов, как и в прошлом году позволяло получить дополнительный доход от краткосрочных спекулятивных операций. Так, согласно статистике, после 81% (в 2016г. - 84%) аукционов наблюдался рост цен на вторичном рынке относительно цены отсечения прошедшего накануне аукциона. При этом в 12% из которых рост цен составлял более 0,5 п.п. В 30% случаев покупка на аукционах обеспечивала положительный результат в пределах 0,2-0,5 п.п., участие в 37,4% аукционах обеспечили рост цен в пределах от 0,01 до 0,2п.п.

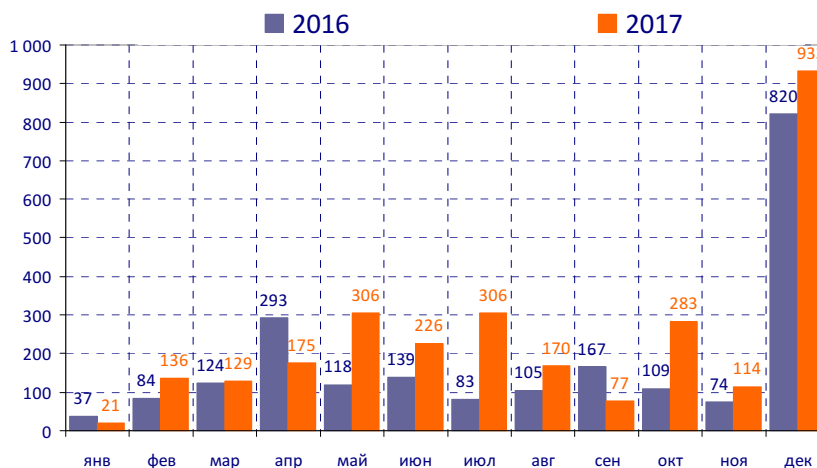
**Рисунок 7.2. Разница между ценой отсечения на аукционах по размещению ОФЗ и средневзвешенной ценой вторичного рынка на следующий после аукциона день в 2017г., п.п.**



Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

По итогам 2017г. объем **первичных размещений корпоративных облигаций** составил 2 874,1 млрд. руб. (без учета краткосрочных биржевых облигаций ВТБ), что на 31,7% выше аналогичного показателя за 2016г., когда корпоративные заемщики привлекли на рынке на сумму 2 187,8 млрд. руб.

**Рисунок 8. Объем размещения корпоративных облигаций в 2016-2017гг., млрд. руб.**



Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

После «зимнего» инвестиционного затишья период активных первичных размещений начался в мае 2017г. Наряду с макроэкономическими факторами (восстановление цен на нефть, укрепление рубля, снижение инфляции) росту активности на первичном долговом рынке способствовали структурный профицит ликвидности в российской банковской системе и приход на рынок «новых денег» - средств НПФ в размере 234,4 млрд. руб.

Отчасти повышение активности в мае-июле и снижение в августе было связано, в том числе, с рейтинговой реформой, т.к. некоторые эмитенты сместили размещение облигаций на более ранний срок. Во второй половине августа и первой половине сентября активность эмитентов на первичном рынке была крайне низкой, т.к. многие из них взяли «паузу» перед сентябрьским заседанием Банка России, на котором было запланировано рассмотрение вопроса о ключевой ставке. Неожиданное решение Банка России о снижении ключевой ставки 15.09.2017г. на 50 б.п. привело к очередному оживлению на первичном рынке. А в результате декабрьского «ралли», сформировавшегося на фоне устойчивой макроэкономической ситуации конца года и поддержанного очередным снижением ключевой ставки на 50 б.п. на заседании 15 декабря, корпоративными эмитентами были размещены облигации на рекордные 933 млрд. руб., т.е. более трети годового объема размещения.

**В качестве основных тенденций, сформировавшихся на первичном рынке корпоративного долга в 2017г., мы выделяем следующие:**

**Удлинение сроков заимствований.** Рост дюрации первичных размещений корпоративных эмитентов, ставший заметным уже во второй половине 2016г., в 2017г. продолжился. По нашим оценкам, средняя дюрация размещенных в 2017г. облигаций составила 3,2 года против 3,0 лет во 2 полугодии 2016г. и 2,5 года в целом по 2016г.

**Отсутствие спроса на «сложные продукты».** В течение 2017г. некоторые эмитенты предлагали рынку облигации с дополнительным доходом, однако в большинстве своем они не вызвали особого энтузиазма у инвесторов. В конце апреля 2017г. Сбербанк разместил второй выпуск двухлетних структурированных облигаций только на 37,03% (222,2 млн руб.) от общего объема займа. При ставке купона в размере 0,01% годовых по выпуску предусмотрен дополнительный доход, привязанный к АДР на акции Газпрома. В середине мая 2017г. Альфа-Банк предложил рынку структурные облигации Альфа-Банк, БО-19 с опцией выплаты в дату досрочного погашения облигаций дополнительного дохода, привязанного к индексу NXS Ultimate Fund Allocator Index. Выпуск был реализован на 42,94%, но, тем не менее, на вторичном рынке

бумага достаточно ликвидна. В начале июля «ВОЛГА Капитал» разместил облигации на 1 млрд. руб., по которым предусмотрена выплата ежегодного дополнительного дохода в виде премии за волатильность, определяемой исходя из среднегодового значения Российского индекса волатильности Московской Биржи.

**Локальные облигации, номинированные в валюте, пользуются спросом.** В конце июня ВЭБ повторил размещение долларового локального выпуска облигаций с расчетами в рублях. В июле 2016 года банк уже выходил на рынок с 5-летним бондом ВЭБ, ПБО-001Р-03 на \$600 млн. (купон 4,9% годовых). В этот раз ВЭБ предложил рынку 5,5-летние облигации серии ПБО-001Р-08 номинальным объемом \$550 млн. и купоном 4,25% годовых, что соответствует доходности к погашению 4,30%. Изначально эмитент ориентировал инвесторов на диапазон ставки купона 4,25 – 4,50% (УТМ – 4,30 – 4,55%). Книга была сформирована по нижней границе предложенного диапазона купона, т.е. выпуск удалось разместить без премии к «несанкционному» (размещен в 2013г.) долларовому евробонду банка VEB – 23.

Также высокий интерес инвесторов вызвал долларовый выпуск облигаций, размещенный в конце августа ГТЛК. Спрос на бонды лизинговой компании составил \$366 млн. при предложении \$170 млн. В финале ставка купона составила 4,9% (УТМ – 4,99%) против первоначальных 4,9-5,25% годовых.

**Рост активности компаний строительного сектора.** В течение прошедшего года наблюдался бум размещений компаний жилищного строительства. В общей сложности эмитенты-застройщики привлекли с рынка 69,3 млрд. руб., из которых порядка 48% пришлось на облигации ГК ПИК. Эмитент разместил три выпуска на 33 млрд руб. Также активно занимали РСГ – Финанс (3 выпуска на 10 млрд. руб.) и Группа ЛСР (2 выпуска на 10 млрд. руб.). В ноябре 2017г. после долгого перерыва вернулась на рынок Сэтл Групп с облигационным займом в размере 5 млрд. руб. На наш взгляд, на данный момент ощущается усталость рынка от бумаг застройщиков из-за их избыточного предложения. Также отрасль находится под давлением неопределенности, связанной с ужесточением с 01.07.2018г. правил регулирования долевого строительства (вступления в силу норм 214-ФЗ).

В тоже время мы отмечаем **ограниченное предложение новых займов металлургов.** В 2016г. компании металлургического сектора были одними из наиболее активных заемщиков на рублевом долговом рынке, когда, воспользовавшись удачной рыночной конъюнктурой, эмитенты привлекли на публичном рынке долга порядка 60 млрд. руб. (или около 7,5% общего объема первичных размещений). В 2017г. металлургические компании (за исключением ЧТПЗ и ТМК) на рублевый облигационный рынок с новыми займами не выходили, отдавая предпочтение размещению евробондов.

**Малочисленные дебюты.** Несмотря на рекордно высокие обороты, которые показал первичный рынок долга в 2017г., «новых» имен появилось немного. В 2017г. впервые с публичными займами на рынок вышли ГПБ Аэрофинанс (SPV ГПБ), Страховой дом ВСК, КТЖ, Концерн Калашников, СИНХ, Софт Лайн Трейд, после долгого перерыва вернулись на публичный рынок долга такие эмитенты, как Трансмашхолдинг, ВБРР, СИБУР, Детский мир, Сэтл Групп, Домодедово.

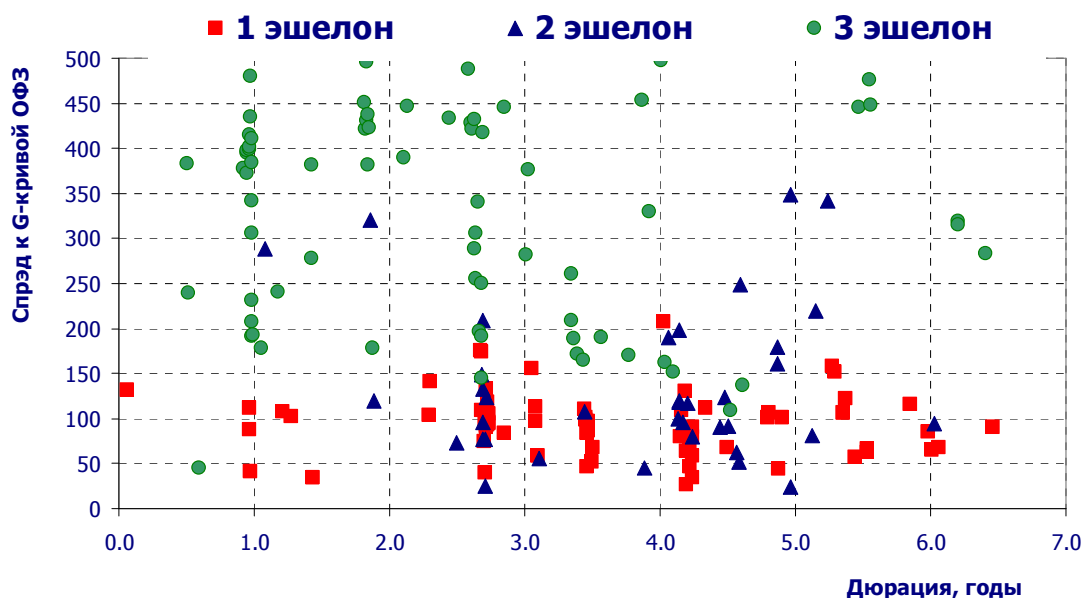
Одним из **наиболее интересных дебютов года** стало размещение облигаций ООО «КТЖ Финанс», SPV-компания АО «НК «Казахстанских железных дорог» («НК «Казахстан темир жолы», НК КТЖ), ставшее дебютным размещением с листингом на двух торговых площадках (Казахстанской фондовой бирже (KASE) и Московской бирже), получением разрешения от регуляторов двух стран (ЦБ РФ и Национального Банка Республики Казахстан), а также технически организованного по принципу биржевого book-building. В июне 2017г. КТЖ Финанс разместил 5-летние облигации на 15 млрд. рублей со ставкой купона 8,75% годовых (УТМ - 8,94%) при первоначальном ориентире купона 8,85-9,15% (УТМ - 9,05 – 9,36%). Книга заявок превысила 27 млрд. руб., а спред к суверенной кривой составил 114 б.п., к выпуску РЖД, 001Р-01R порядка 45 б.п.

**Сжатие спредов к ОФЗ.** Повышенный интерес рынка к первичным размещениям, наблюдавшийся весной 2017г., привел к существенному сокращению спредов доходности корпоративных и суверенных облигаций. Если ранее инвесторы рассчитывали на премию по бумагам эмитентов первого эшелона в диапазоне 90-150 б.п. (дюрация 1-5 лет), то весной «достаточным» диапазоном стали 70-90 б.п., который во втором полугодии 2017г. сузился до 40-70 б.п. Некоторые размещения, на наш взгляд, прошли еще более агрессивно. Например, ЕвроХим, ПБО-02 (ВВ-/-/ВВ) с премией к ОФЗ в размере 63 б.п., Лента, ПБО-01 (ВВ-/-

/BB) с премией 69 б.п., Россети, ПБО-01 (BB+/Ba2/-) с премией 32 б.п., Ростелеком, ПБО-03 (BB+/-/BBB-) с премией 26 б.п.

**Сохранение низкого спроса на банковский риск второго – третьего эшелонов.** Объем банковских размещений за 2017г. составил 551,5 млрд. руб., то есть порядка 18% от общего объема размещения за этот период и был распределен достаточно равномерно внутри года: в первом полугодии банки привлекли 265 млрд. руб., во втором – 286,5 млрд. руб. Но, несмотря на рост объемов привлечения, мы не видим восстановления интереса инвесторов к облигациям банков 2-3 эшелонов. Тенденция сокращения спроса инвесторов на банковский риск в целом при смещении интереса в пользу банков первого эшелона сформировалась в середине 2016г. после историй Внешпромбанка, АКБ Пересвет и Татфондбанка. В 2017г. негативное отношение к сектору усилилось вследствие проблем у таких банков, как ФК Открытие и БИН-банк. При этом из-за отсутствия новых размещений в бумагах банков второго-третьего эшелонов дюрация обращающихся выпусков на данный момент сконцентрирована на отрезке до года. Из размещенных банками в течение 2017г. облигаций около 75% пришлось на первый эшелон – преимущественно банки с государственным участием или дочерние банки иностранных компаний (Внешэкономбанк, Сбербанк, Россельхозбанк, Альфа-Банк, ГПБ, Тойота Банк, РН Банк, КБ ДельтаКредит и проч.).

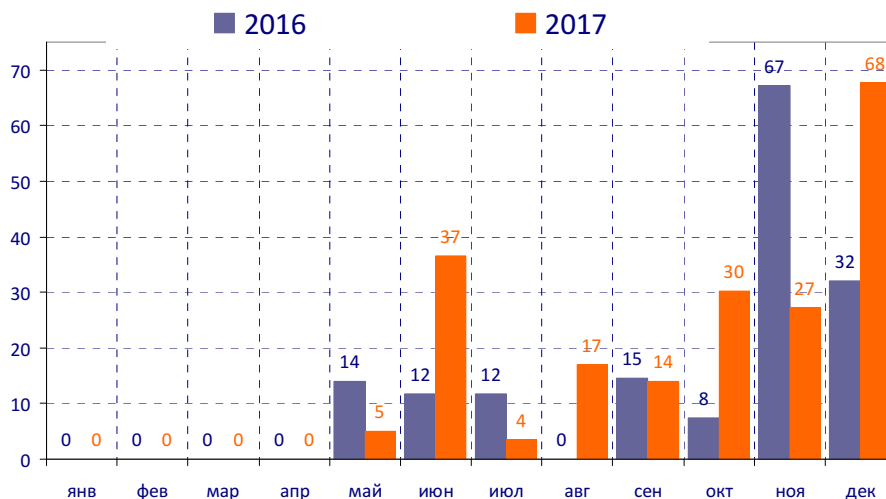
Рисунок 9. Доходность первичных размещений корпоративных облигаций в 2017г.



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

На первичном рынке субфедеральных и муниципальных облигаций в 2017г. общий объем размещений составил 212,28 млрд. руб., что на 33,7% превысило показатель 2016г. Второе полугодие и особенно последние месяцы года традиционно является периодом высокой активности субфедеральных и муниципальных заемщиков: в 2016г. порядка 83% от общего годового объема первичных размещений региональных эмитентов приходилось на вторую половину года, а в 2017г. эта доля составила более 88% (в т.ч. около 49% за последние два месяца).

**Рисунок 11. Объем размещений субфедеральных облигаций в 2016-2017гг., млрд. руб.**



Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

В текущем году, как и в прошлом, размещения субфедеральных заемщиков стартовали в мае с нового выпуска Республика Саха (Якутия) серии 35009 номинальным объемом 5 млрд. руб. Республика привлекла средства под 8,59% годовых, что соответствовало спреду к ОФЗ в размере 112 б.п. – минимальному за последние несколько лет.

Как и в случае с корпоративными облигациями, в течение 2017г. наблюдалось сужение спредов между доходностью субфедеральных облигаций и суверенной кривой, а также премий между различными эшелонами заемщиков внутри данного сегмента. Для регионов-эмитентов первого эшелона спред к ОФЗ в ноябре-декабре 2017г. ограничивался 45-55 б.п., в то время как в прошлом году составлял более 100 б.п. Средне медианное значение спреда к суверенной кривой по всему спектру эмитентов за 2016 года достигало 150 б.п., в 2017г. – всего 86 б.п. Минимальную премию к ОФЗ инвесторы «потребовали» от Ямало-Ненецкого АО, который привлек в конце декабря 5,5 млрд. руб. с купоном 7% (доходность – 7,19% годовых или всего 11 б.п. к ОФЗ).

Впервые на публичный рынок вышли Курская область, Ненецкий АО, Орловская область, г. Нижний Новгород, Ульяновская область, Карачаево-Черкесская республика, после долгого перерыва вернулся г. Санкт-Петербург, разместив в декабре два займа общим объемом 35 млрд. руб.

Основные параметры размещений субфедеральных и муниципальных облигаций в 2017г. представлены в таблице и на «карте» рынка первичных размещений (рис. 12).



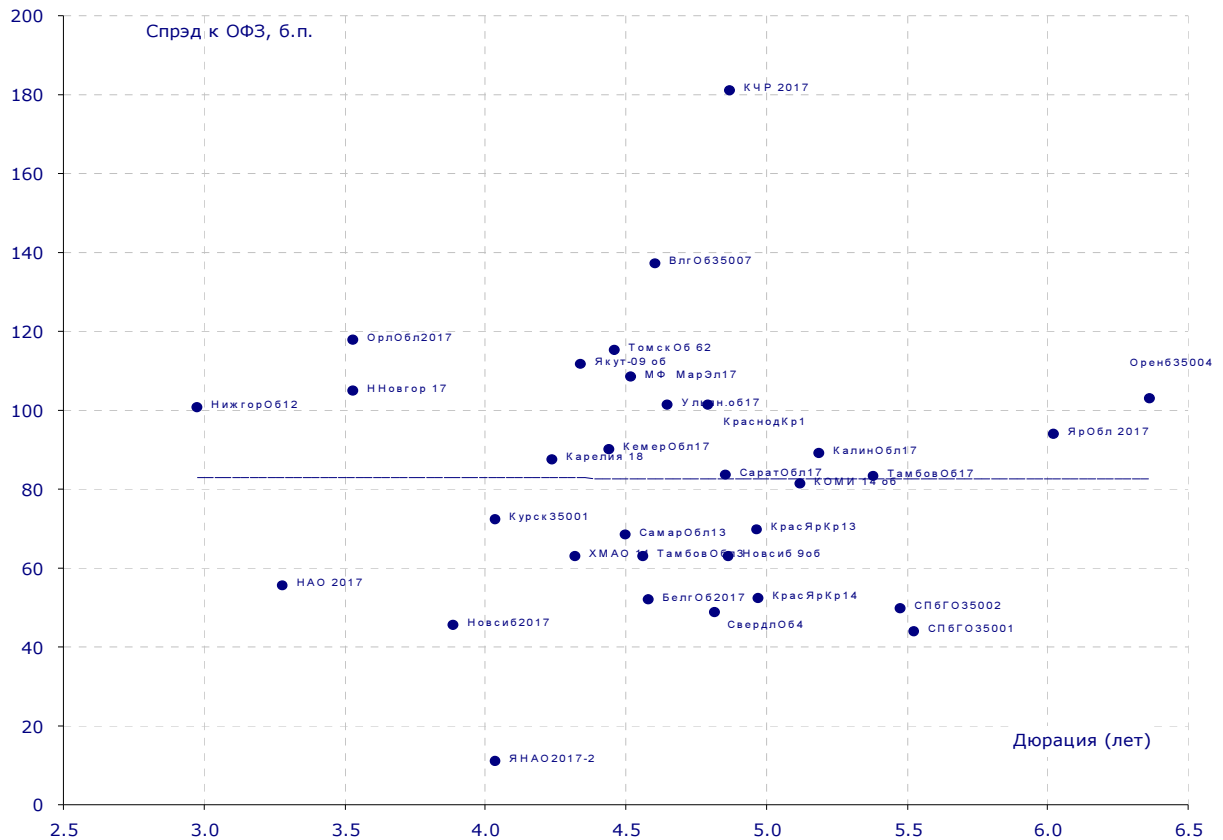
Таблица. Основные итоги размещения субфедеральных облигаций за 2017г.

Эмитент	№	Дата размещения	Дата погашения	Выпуск (млн. руб.)	Объем размещ., млн. руб.	Первый купон, %	Доходность, %	Дюрация, лет	Спрэд к ОФЗ, б.п.	S&P's / Moody's / Fitch / АКРА / RAEX
Саха (Якутия)	35009	18.05.2017	16.05.2024	5 000	5 000	8,59	8,87	4,34	112	BB/- / BBB- / - / -
Ярослав. обл.	35015	01.06.2017	20.04.2027	7 500	7 500	8,40	8,64	5,98	94	- / - / BB / - / -
Волгоград. обл.	35007	02.06.2017	31.05.2024	10 000	10 000	9,40	9,14	4,60	137	- / - / - / BBB(RU) / -
Самар. обл.	35013	09.06.2017	02.06.2024	10 000	10 000	8,19	8,45	4,60	69	BB / Ba3 / - / A+(RU) / -
Белгород. обл.	35011	20.06.2017	11.06.2024	4 000	4 000	8,25	8,51	4,60	52	- / - / BB / A+(RU) / -
Коми	35014	27.06.2017	25.06.2024	10 000	5016,5	8,40	8,67	5,12	76	- / B1 / BB / BBB(RU) / -
Тамбов. обл.	35003	12.07.2017	12.07.2024	3 500	3 500	8,40	8,66	4,20	61	- / - / BB+ / BBB+(RU) / -
Краснодар. край	35001	11.08.2017	09.08.2024	10 000	10 000	8,60	8,88	4,79	100	- / B1 / BB / - / ruA+
Марий Эл	35008	30.08.2017	21.08.2024	2 000	2 000	8,60	8,88	4,52	106	- / B1 / BB / - / -
Коми*	35014	30.08.2017	25.06.2024	4 984	4 984	8,40	8,67	4,95	86	- / B1 / BB / BBB(RU) / -
Ярослав. Обл.*	35015	22.09.2017	20.04.2027	2 500	2 500	8,40	8,33	5,7	70	- / - / BB / -
Кемеров. обл.	35002	26.09.2017	26.09.2024	9 000	9 000	8,20	8,45	4,4	90	- / - / BB / BBB(RU)
Новосиб. обл.	34018	28.09.2017	27.09.2022	5 000	5 000	7,85	8,09	3,89	46	- / - / BBB- / - / -
Курская область	35001	10.10.2017	12.10.2025	4 000	1 300	7,96	8,2	4,03	66	- / - / - / A(RU) / -
Красноярск. край	34013	12.10.2017	03.10.2024	10 000	10 000	7,85	8,09	4,97	59	BB- / B1 / BB+ / A(RU) / -
Карелия	35018	16.10.2017	15.10.2023	2 000	2 000	8,00	8,24	4,24	86	- / - / B+ / - / -
Нижегород. обл.	34012	23.10.2017	23.10.2022	12 000	12 000	8,10	8,35	2,97	98	- / B1 / BB / - / -
Свердловская обл.	35004	24.10.2017	22.10.2025	5 000	5 000	7,70	7,92	4,82	49	- / - / BB+ / BBB+(RU) / -
Томская обл.*	31055	08.11.2017	19.06.2023	4 000	4 000	9,90	8,14	3,40	69	BB- / - / - / - / -
Красноярск. край	35014	09.11.2017	31.10.2024	7 800	7 800	7,84	8,08	4,97	50	BB- / B1 / BB+ / A(RU) / -
Ненецкий АО	35001	09.11.2017	07.11.2024	2 000	500	7,80	8,03	3,28	57	- / - / BB- / - / -
Саратов. обл.	35001	22.11.2017	20.11.2024	5 000	5 000	8,10	8,35	4,84	80	- / - / - / - / ruBBB
Свердлов. обл.*	35004	22.11.2017	22.10.2025	5 000	5 000	7,70	8,14	4,74	63	- / - / BB+ / BBB+(RU) / -
Орловская обл.	34001	27.11.2017	26.11.2022	5 000	5 000	8,30	8,56	3,50	113	- / - / - / - / -
г. Новосибирск	35009	29.11.2017	27.11.2027	5 000	5 000	7,85	8,08	4,87	64	- / - / BB / - / ruA-
г. Нижн. Новгород	34002	05.12.2017	05.12.2022	5 000	5 000	8,10	8,35	3,51	101	- / - / - / A-(RU) / -
Тамбовская обл.	35004	05.12.2017	05.12.2025	3 000	3 000	8,00	8,25	5,38	83	- / - / BB+ / BBB+(RU) / -
Санкт-Петербург	35001	06.12.2017	28.05.2025	30 000	30 000	7,70	7,85	5,53	43	- / Ba1 / BBB- / AAA(RU) / -
Ульяновская обл.	35001	07.12.2017	07.12.2024	5 000	5 000	8,10	8,34	4,56	96	- / - / - / - / ruBBB
Оренбургская обл.	35004	14.12.2017	02.12.2027	4 000	4 000	8,18	8,44	6,37	109	- / - / BB / - / -
Санкт-Петербург	35002	15.12.2017	04.12.2026	5 000	100	7,65	7,8	5,48	45	- / Ba1 / BBB- / AAA(RU) / -
Ненецкий АО*	35001	15.11.2017	07.11.2024	1 500	100	7,80	8,2	3,20	98	- / - / BB- / - / -
ХМАО-Югра	35002	19.12.2017	17.12.2024	7 000	7 000	7,60	7,82	4,29	53	- / Ba2 / - / AAA(RU) / -
Калининград. обл.	35002	19.12.2017	17.12.2024	2 000	1 707	7,91	8,15	5,19	87	- / - / - / BBB-(RU) / ruBBB
Карач.-Черкеск. Республика	35001	20.12.2017	09.01.2025	2 000	1 548	8,70	8,99	4,90	176	- / - / - / - / ruBB+
Магаданская обл.	35001	20.12.2017	25.12.2022	1 000	1 000	8,00	8,24	3,40	104	B+ / - / - / - / -
Карач.-Черкеск. Республика *	35001	26.12.2017	09.01.2025	452	200	8,70	8,99	4,90	183	- / - / - / - / ruBB+
Ямало-Ненецкий АО	35004	27.12.2017	25.12.2024	5 500	0,116	7,00	7,19	4,04	11	BB+ / - / BBB- / - / ruAAA
Ненецкий АО*	35001	28.12.2017	07.11.2024	1 400	25	7,80	8,03	3,10	105	- / - / BB- / - / -
Томская обл.	34062	28.12.2017	19.12.2024	7 000	0,100	7,50	7,72	4,52	62	BB- / - / - / - / -
Московская обл.	34011	28.12.2017	22.12.2022	25 000	12 500	7,50	7,71	3,06	71	- / Ba2 / BB+ / AA(RU) / -

\* доразмещение

Источник: эмитенты, организаторы займов, расчеты БК «РЕГИОН»

Рисунок 12. Карта рынка первичных размещений субфедеральных облигаций в 2017г.



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

### Пересмотр суверенных рейтингов

В течение 2017 года в результате плановых пересмотров суверенных кредитных рейтингов России агентства «большой тройки» предприняли следующие действия:

- 17 февраля 2017г. агентство Moody's улучшило прогноз суверенного рейтинга с «негативного» до «стабильного», сохранив его на уровне «Ba1»;
- 17 марта 2017г. агентство Standard & Poor's улучшило прогноз суверенного рейтинга со «стабильного» до «позитивного», рейтинг «BB+» сохранен;
- 31 марта 2017г. агентство Fitch сохранило «стабильный» прогноз суверенного рейтинга, подтвердив рейтинг «BBB-»;
- 16 сентября 2017г. агентство Standard & Poor's оставило «позитивный» прогноз суверенного рейтинга, сохранив рейтинг «BB+»;
- 22 сентября 2017г. агентство Fitch улучшило прогноз суверенного рейтинга со «стабильного» на «позитивный», сохранив рейтинг «BBB-».

Учитывая, что на данный момент оценка кредитного качества России от агентства Moody's «отстает» от оценок коллег, мы не исключаем возможности улучшения прогноза в текущем году. Кроме того, существуют определенные надежды на повышение суверенного кредитного рейтинга от агентств Standard & Poor's и Fitch. Однако на фоне возможного введения в феврале новых санкций со стороны США, направленных против российского государственного внутреннего долга, вероятность позитивных действий со стороны агентств при первых плановых пересмотрах, которые традиционно проходят в феврале – марте каждый год, маловероятны.



### Обороты вторичного рынка

По итогам 2017г. объем биржевых сделок с рублевыми облигациями превысил 11 788,5 млрд. руб., что на 20,1% выше показателя за 2016г. При этом максимальный рост объема сделок, составивший 29,4% к показателю предыдущего года, продемонстрировали облигации федерального займа, биржевой оборот по которым превысил 6,17 трлн. руб. На 13,7% к уровню предыдущего года вырос объем биржевых сделок с корпоративными облигациями, составивший в текущем году более 5,287 трлн. руб. Единственным сектором рублевого долгового рынка, объем сделок в котором существенно уступил результату предыдущего года, стали субфедеральные облигации. Объем сделок с данными ценными бумагами составил около 330,8 млрд. руб., что на 16,8% ниже показателя предыдущего года (рис. 14).

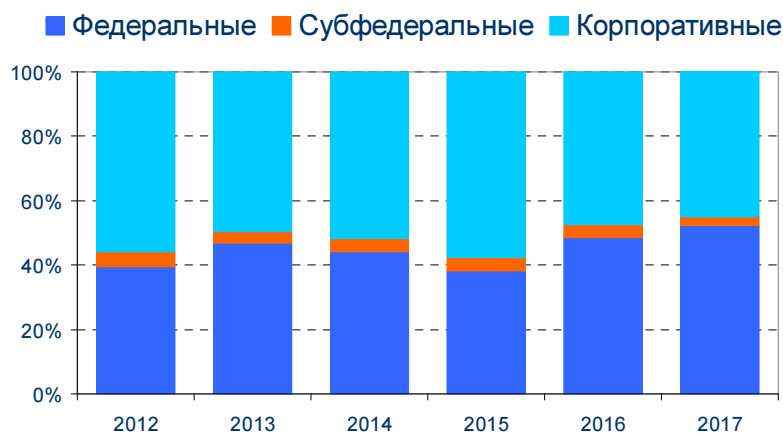
**Рисунок 13.1. Объем биржевых сделок с облигациями в 2012–2017гг., млрд. руб.**



Источники: тоех.com, расчеты БК «РЕГИОН»

Как и в прошлом году, **объем биржевых торгов с ОФЗ** вновь превысил показатель по корпоративным облигациям: доля ОФЗ в суммарном объеме в 2017г. составила 52,3% против 44,9% по корпоративному долгу (48,6% против 47,4% в 2016г.). На долю сделок с субфедеральными и муниципальными облигациями пришлось всего 2,8% от суммарного оборота против 4,0% по итогам 2016г.

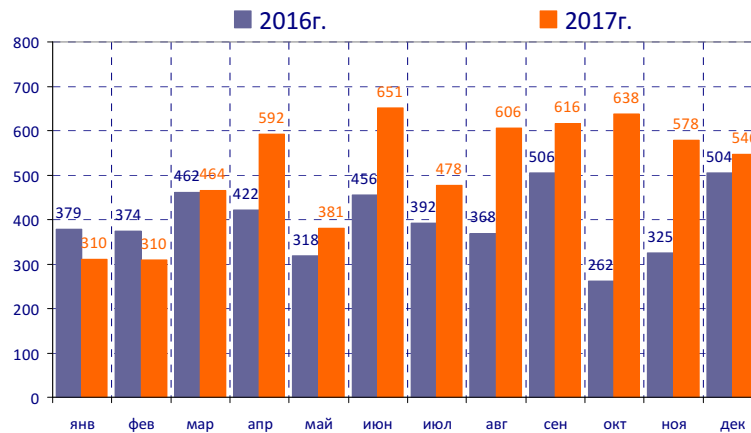
**Рисунок 13.2. Структура биржевых сделок с облигациями в 2012–2017гг., млрд. руб.**



Источники: тоех.com, расчеты БК «РЕГИОН»

На рынке ОФЗ максимальный объем сделок, составивший около 651 млрд. руб., был зафиксирован в июне 2017г., а в сентябре – ноябре объем биржевых сделок составлял в пределах 606-638 млрд. руб.

Рисунок 14. Объем торгов с ОФЗ в 2016-2017гг., млрд. руб.

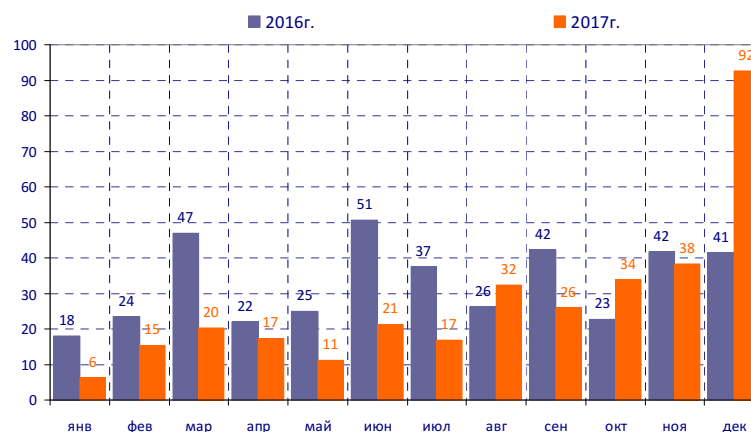


Источники: тоех.com, расчеты БК «РЕГИОН»

Среди обращающихся на текущий момент ОФЗ наиболее активно торговался выпуск ОФЗ-ПК 29006 с погашением в январе 2025г., суммарный объем сделок с которым на основной сессии и в РПС Московской биржи в 2017г. составил около 533,06 млрд. руб. или около 9,2% от суммарного объема биржевых сделок с облигациями федерального займа. Второй результат с объемом 482,47 млрд. руб. (8,3% от суммарного) был зафиксирован по выпуску ОФЗ-ПД 26207 с погашением в феврале 2027г., активность по которому выросла после размещения дополнительного транша. В тройку наиболее ликвидных бумаг вошел самый долгосрочный выпуск ОФЗ-ПД 26221 с погашением в марте 2033г., объем сделок по которому составил около 466,23 млрд. руб. и 8,0% от суммарного объема биржевых сделок. В пятерку наиболее ликвидных выпусков с долей в пределах 6,9% и 7,2% вошли долгосрочные выпуски ОФЗ-ПД (26218 и 26219) с погашением в 2026-2031гг. Далее следуют два выпуска ОФЗ-ПК (29012 и 29011) с погашением в 2020-2022г., на долю которых пришлось около 6,3% и 5,6% от суммарного оборота. Замыкают десятку наиболее ликвидных выпусков с долей в пределах 3,9-5,6% (в сумме около 14%) среднесрочные выпуски ОФЗ-ПД (26217, 26220, 26222) с погашением в 2021-2024гг. На долю 10 наиболее торгуемых выпусков пришлось около 65,3% от суммарного объема биржевых сделок, а на долю 20 наиболее активно торгуемых выпусков – около 90% от суммарного оборота.

На **вторичном рынке субфедеральных облигаций** максимальный объем сделок в 2017г. был зафиксирован в декабре в объеме около 92 млрд. руб., что в 3-4 раза превысило показатели предыдущих месяцев. Росту активности на вторичном рынке поспособствовали большие объемы первичных размещений в ноябре – декабре 2017г.

Рисунок 15 Объем торгов с субфедеральными облигациями в 2016-2017гг., млрд. руб.

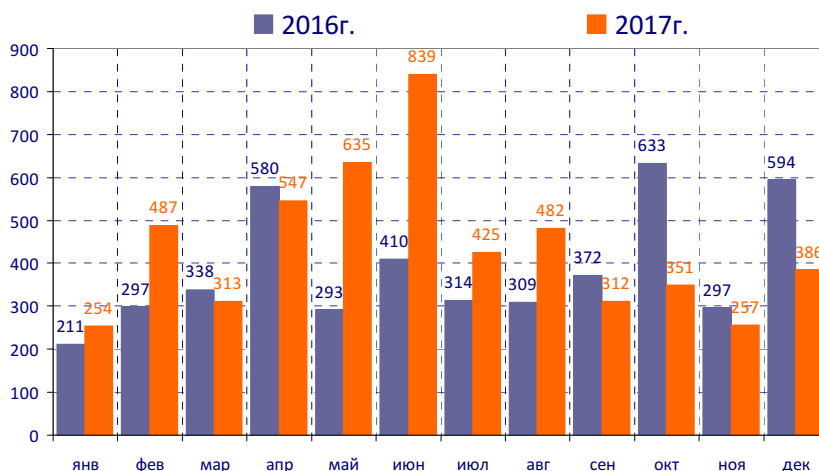


Источники: тоех.com, расчеты БК «РЕГИОН»

Максимальную ликвидность в 2017г. на вторичном рынке субфедеральных облигаций показал выпуск МосОбл2016, объем сделок с которым на основной сессии и в РПС Московской биржи составил около 36,638 млрд. руб. или 10,9% от суммарного объема сделок с региональными облигациями. Порядка 24,485 и 19,594 млрд. руб. (с долей около 7,5% и 6,0% рынка) составили обороты по облигациям ЯНАО-2016 и МГор-48об. Четвертое – шестое место (с суммарным оборотом около 39,93 млрд. руб. или 12,2% рынка) заняли три выпуска Красноярского края (с погашением 2019, 2023 и 2024гг.). При этом на долю 10 наиболее активно торгуемых выпусков пришлось около 46,9% от суммарного оборота по субфедеральным и муниципальным облигациям на Московской бирже, а на долю 20 выпусков – 63,6%.

В 2017г. на рынке корпоративных облигаций наибольший биржевой оборот в размере около 635 и 839 млрд. руб. был зафиксирован по итогам мая и июня соответственно. Не исключаем, что высокая активность на вторичном рынке была связана с вступлением с 14 июля основных положений закона о национальных рейтингах, что потребовало от многих НПФ и УК реформирования своих портфелей пенсионных накоплений. Очевидно, что новые рейтинговые требования (точнее отсутствие необходимых рейтингов у многих корпоративных заемщиков) стали существенным ограничением операций НПФ на вторичном рынке во второй половине года, что существенно снизило объемы сделок по сравнению с первой половиной года.

**Рисунок 16 Объем торгов с корпоративными облигациями в 2016-2017гг., млрд. руб.**



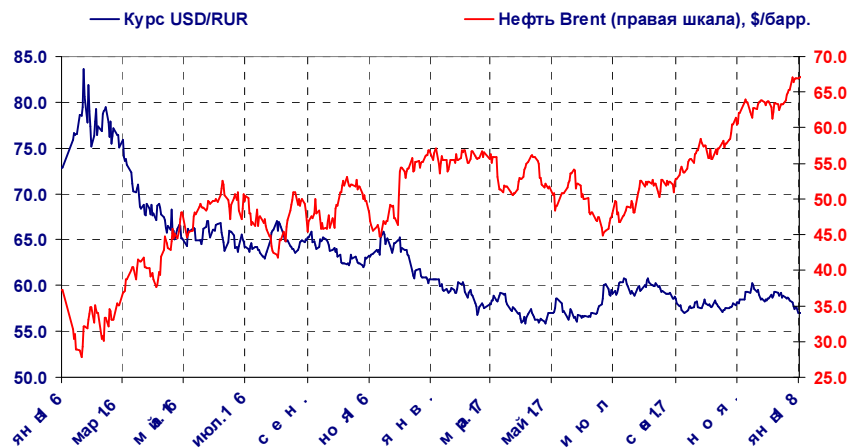
Источники: тоех.com, расчеты БК «РЕГИОН»

В 2017г. среди корпоративных облигаций наибольший биржевой объем сделок в размере 93,347 млрд. руб. (2,5% от суммарного объема по корпоративным облигациям) был зафиксирован по 3-му выпуску Транснефти. Второе, третье и пятое место заняли три выпуска НК «Роснефть» (Роснфт1Р4, Роснфт1Р2 и РоснефтьБ6), объем сделок с которыми составил около 89,58, 69,12 и 51,63 млрд. руб. или 2,4%, 1,8% и 1,4% от суммарного объема соответственно. Четвертым среди наиболее торгуемых бумаг стал выпуск ВЭБ ПБО1Р9, объем сделок с которым составил около 58,52 млрд. руб. или 1,5% от суммарного показателя. При этом на долю 10 наиболее активно торгуемых выпусков пришлось около 15,1% от суммарного оборота по корпоративным облигациям на Московской бирже, а половина суммарного оборота пришлась на сделки с 89 выпусками (из 1184 в обращении на конец года).

### Конъюнктура рынка рублевых облигаций

При общем снижении доходности рублевых облигаций по итогам 2017г. ситуация на рынке в течение рассматриваемого горизонта не была однозначной. Под влиянием внешних и внутренних факторов, среди которых можно выделить, прежде всего, динамику цен на нефть и курса рубля, периоды бурного роста цен на облигации сменялись периодами негативной коррекции и бокового тренда.

**Рисунок 17. Официальный курс рубля и котировки фьючерсов на нефть марки Brent**

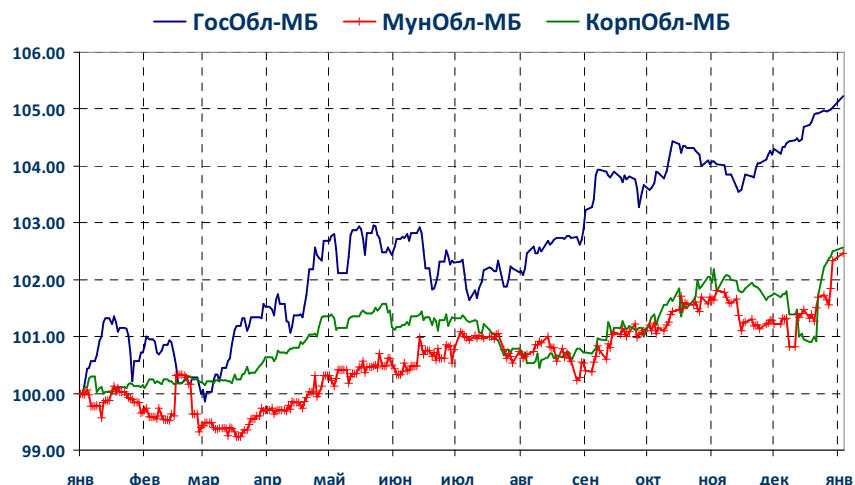


Источники: Банк России, REUTERS, БК «РЕГИОН»

В течение 2017г. поддержку рынку рублевых облигаций оказывало укрепление курса рубля, который практически «отвязался» от динамики нефтяных цен, демонстрировавших высокую волатильность в рассматриваемый период. Только существенный провал нефтяных котировок к уровню 45 долларов за баррель, наблюдаемый в июне, привел к резкому ослаблению рубля, на которое не могли не обратить свое внимание участники рынка рублевых облигаций. Тем не менее, коррекция рубля была не глубокой и краткосрочной: уже в августе наметилась новая тенденция к укреплению национальной валюты. Последнее в прошлом году ослабление рубля наблюдалось с конца октября до середины ноября, после которого вновь наблюдалось укрепление на фоне бурного роста нефтяных цен в конце года.

На рынке ОФЗ ценовое «ралли» наблюдалось несколько раз: в начале января, с начала марта до конца мая, в августе с ускорением в начале сентября и последнее с середины ноября до конца года.

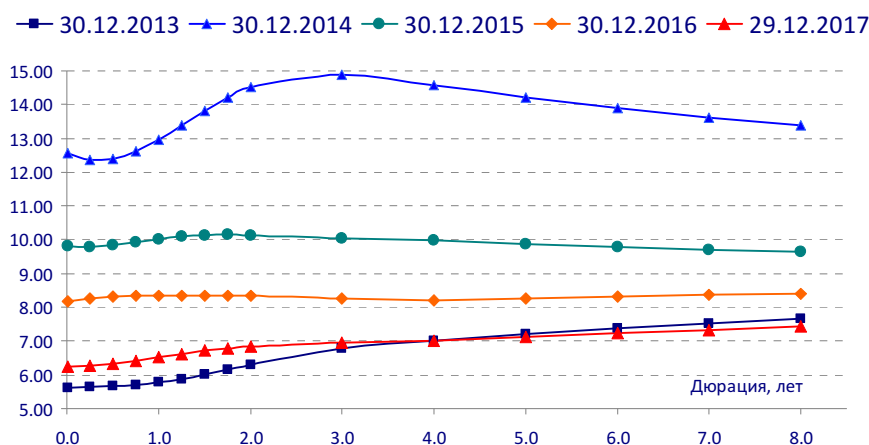
**Рисунок 18.1. Динамика приведенных ценовых индексов МБ в 2017г. (на 01.01.2017г.=100)**



Источники: moex.com, БК «РЕГИОН»

В результате доходность на рынке ОФЗ плавно снижалась и к концу 2017г. достигла своих минимальных уровней за последние четыре года на всей «кривой».

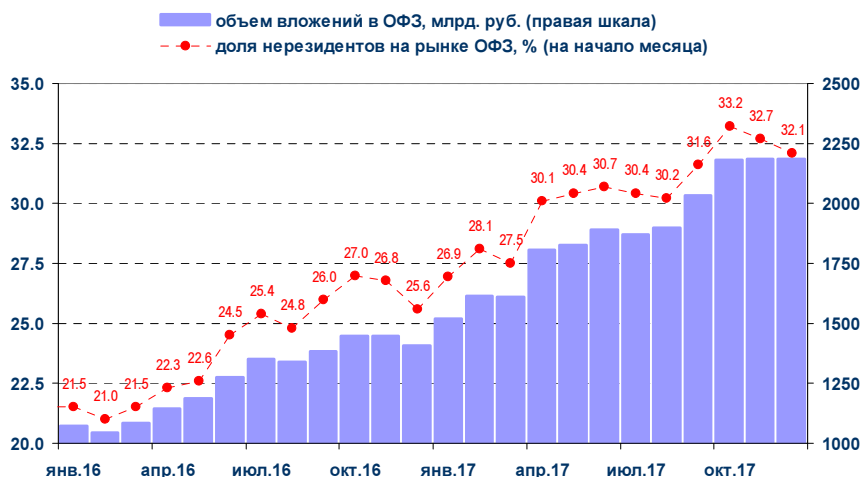
**Рисунок 18.2. G-кривая бескупонной доходности ОФЗ в 2014 – 2017гг.**



Источники: moex.com, БК «РЕГИОН»

Говоря о конъюнктуре рынка ОФЗ, нельзя не отметить сохраняющееся влияние операций инвесторов – нерезидентов. По данным Банка России, по состоянию на 1 декабря 2017г. доля нерезидентов на рынке ОФЗ составляла 32,1%, а исторический максимум был зафиксирован двумя месяцами ранее в размере 33,2%. При этом номинальный объем гособлигаций, принадлежащих нерезидентам на начало декабря 2017г., составил 2,183 трлн. руб. при общем объеме рынка 6,798 трлн. руб. и был всего на 1 млрд. руб. меньше максимального показателя, который был зафиксирован на начало ноября 2017г. в размере 2,184 трлн. рублей при общем объеме рынка ОФЗ 6,687 трлн. руб. По состоянию на 1 января 2017 года при общем объеме рынка в 5 633 трлн. рублей номинальный объем ОФЗ, принадлежащих нерезидентам, составлял 1,517 трлн. рублей или 26,9%. Таким образом, прирост вложений с начала года составил 666 млрд. руб. при росте рынка ОФЗ в целом на 1 165 млрд. руб. Таким образом, инвесторы – нерезиденты обеспечили 57,2% роста рынка ОФЗ по итогам 11 месяцев 2017г.

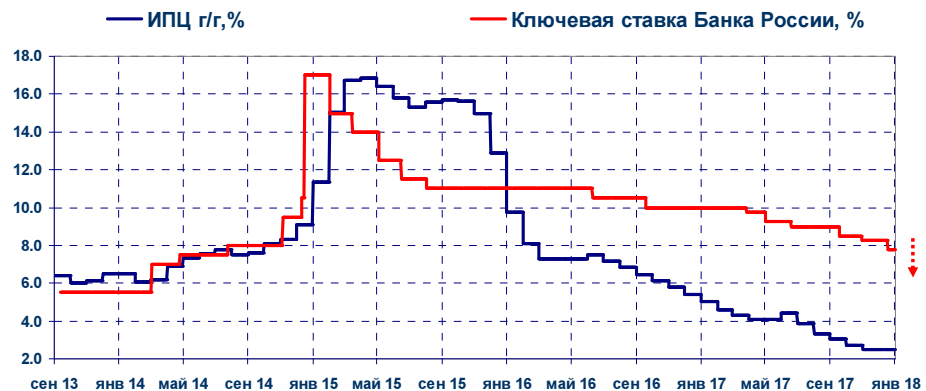
**Рисунок 19. Доля и объем вложений нерезидентов на рынке ОФЗ**



Источники: Банк России, БК «РЕГИОН»

В течение всего 2017г. одним из главных факторов, оказывающих положительное влияние на динамику рублевых облигаций, были данные по инфляции. В течение первых четырех месяцев наблюдалось резкое снижение годовых темпов инфляции, в результате которого в апреле – мае т.г. инфляция закрепились на новом минимальном уровне 4,1% год к году. После небольшого роста (до 4,4%) в июне в последующие три месяца инфляция вновь устремилась вниз и достигла по итогам ноября - декабря уровня в 2,5% год к году, что оказалось существенно ниже таргетируемого Банком России уровня в 4%. В результате регулятор не мог не учитывать этот факт при рассмотрении вопроса о ключевой ставке, которая по итогам шести заседаний Банка России была снижена на 225 б.п. с 10% до 7,75%. Каждое снижение ключевой ставки на 25 или 50 б.п. находило свое отражение в динамике процентных ставок и доходности на рынке рублевых облигаций.

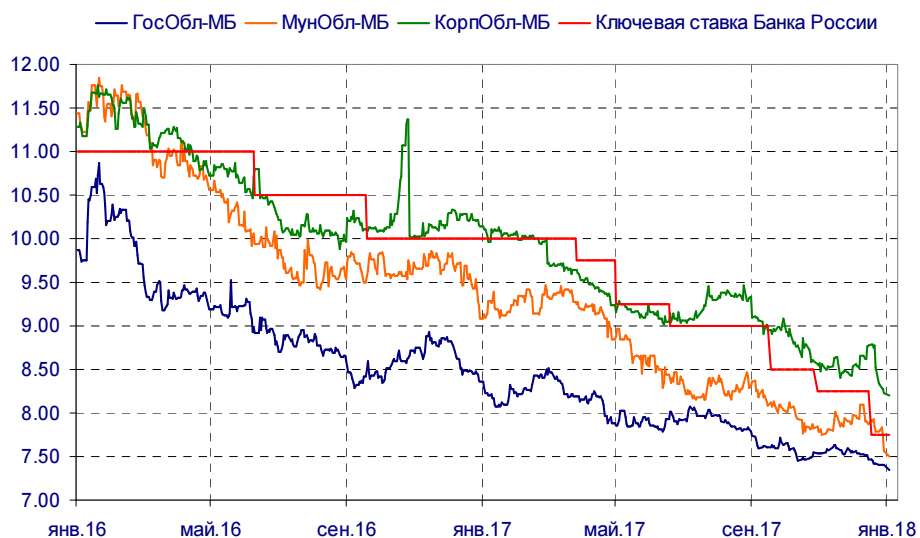
**Рисунок 20. Годовая инфляция и ключевая ставка Банка России, %**



Источники: Банк России, Росстат.

Рост котировок и снижение доходности на рынке корпоративных и субфедеральных облигаций в текущем году продолжались на фоне не только снижения ключевой ставки, но и в результате дальнейшего сужения спреда к ОФЗ. Прежде всего, спросом пользовались долгосрочные бумаги заемщиков с высоким кредитным качеством. По итогам 2017г., согласно индексам доходности, рассчитываемым Московской биржей, средняя доходность субфедеральных и корпоративных облигаций снизилась за год на 158 и 194 б.п. соответственно против 101 б. п. в среднем по ОФЗ.

**Рисунок 21. Индексы доходности рублевых облигаций и ключевая ставка ЦБ РФ в 2016-2017гг.**



Источники: Банк России, индексы облигаций МБ, БК «РЕГИОН»

### Инвестиционная привлекательность

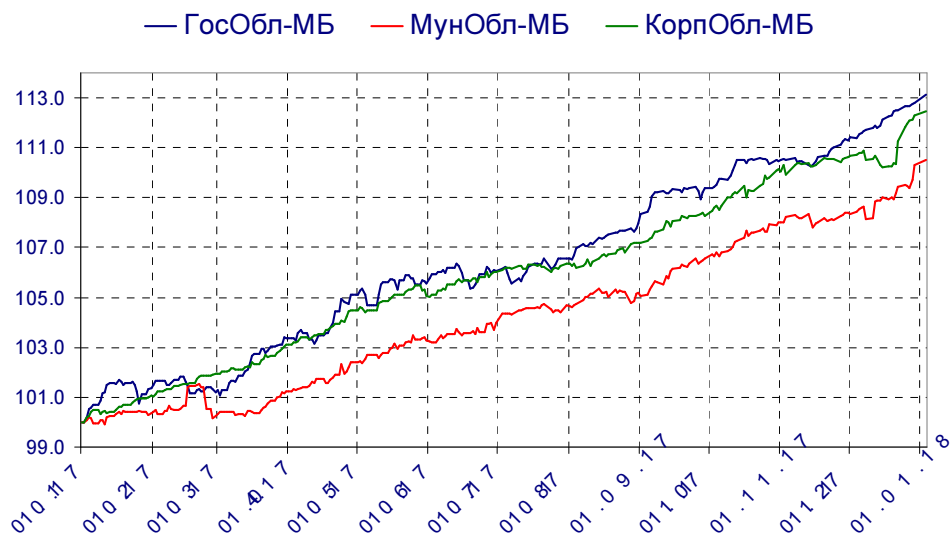
По итогам 2017г. индекс совокупного дохода ОФЗ, рассчитываемый Московской Биржей, прибавил 12,79%, в то время как индекс корпоративных облигаций показал рост на 12,28%. Вложения в субфедеральные облигации принесли доход в размере 10,29%. Несмотря на то, что доходы от вложений в ОФЗ, корпоративные и субфедеральные облигации вновь снизились по сравнению с результатами за предыдущие два года, тем не менее, они в 4-5 раз превысили уровень инфляции. При этом инвестиции на фондовом рынке впервые за последние два года оказались убыточными, существенно уступив результатам долгового рынка. Также убыточными были вложения в доллар США, покупка евро принесла бы доходы в размере 6,89%, что существенно уступает возможности заработать на долговом рынке. При этом стоимость бивалютной корзины практически не изменилась с начала года (-0,01%).

Таблица. Возврат на инвестиции (Total Return) в различные сегменты финансового рынка, %

Инструмент	Период					
	2017	2016	2015	2014	2013	2012
<b>Рынок облигаций</b>						
Государственные (ОФЗ)	12.79%	14.98%	29.38%	-14.36%	3.80%	14.65%
Субфедеральные	10.29%	12.03%	16.17%	-4.49%	7.79%	7.46%
Корпоративные	12.28%	10.97%	18.56%	-1.43%	8.81%	8.57%
<b>Рынок акций</b>						
Индекс ММВБ	-4.71%	25.69%	26.12%	-9.32%	4.43%	5.17%
<b>Валютный рынок</b>						
долл. США	-5.95%	-16.77%	22.99%	81.06%	7.76%	-5.14%
евро	6.89%	-19.93%	16.61%	51.97%	11.79%	-2.85%
бивалютная корзина	-0.01%	-18.27%	19.33%	66.45%	9.85%	-3.96%
<b>Инфляция (справочно)</b>						
ИПЦ	2.50%	5.40%	12.90%	11.40%	6.50%	6.60%

Источники: индексы облигаций и акций МБ; ЦБ РФ; Росстат; расчеты БК «РЕГИОН».

Рисунок 22. Индексы дохода рублевых облигаций МБ в 2016-2017гг.



Источники: индексы облигаций МБ, расчеты БК «РЕГИОН»

### Перспективы рынка рублевых облигаций в 2018 год

Ситуация на рынке рублевых облигаций в 2018г. будет складываться под влиянием многих внешних и внутренних факторов, действие большинства из которых наблюдалось еще в течение 2017г. и может сохраниться не только до конца текущего года, но и на более длительную перспективу.

Среди внешних факторов можно выделить: геополитические риски в связи с продлением и возможным ужесточением западных санкций против России, включая новые санкции США, которые могут затронуть рынок государственного рублевого долга; непредсказуемость протекционистской, экономической политики после прошедших год назад президентских выборов в США; неопределенность в отношении дальнейшей денежно-кредитной политики ведущих мировых центральных банков (прежде всего ФРС США, ЕЦБ, Банка Англии, Банка Японии); отсутствие уверенности в сохранении договоренности между членами ОПЕК и независимыми странами – экспортерами нефти по ограничению ее добычи до конца 2018г., и соответственно, отсутствие ясности относительно динамики цен на нефть.

Что касается возможного влияния внутренних факторов, то нельзя не отметить отсутствие однозначных ответов также на многие вопросы. Сможет ли экономика страны закрепиться на траектории устойчивого роста? Как будет в текущем году исполняться федеральный бюджет? Сможет ли Минфин РФ полностью разместить ОФЗ в рамках планируемого объема чистых внутренних заимствований на 2018г., если из-за введенных санкций со стороны США будут запрещены вложения в гособлигации со стороны иностранных инвесторов. И будет ли выход нерезидентов из госбумаг носить массовый характер, и как это может отразиться на ставках рублевых облигаций? Как долго продлится проведение Банком России умеренно жесткой денежно-кредитной политики Банка России, когда и на сколько стоит ждать дальнейшего снижения ключевой ставки в 2018г.?

Вместе с тем, в качестве основного сценария развития ситуации на рынке облигаций до конца 2018г. мы рассматриваем наш базовый (или оптимистичный) сценарий, показатели которого нами были спрогнозированы с учетом текущих предпосылок, сложившихся к началу 2018г..

#### Прогноз основных макроэкономических показателей в 2018г.

Параметры	Базовый сценарий	Пессимистичный сценарий
Нефть Brent, \$/баррель	60,0 - 70,0	55,0 - 65,0
Курс, \$/руб.	58,0 - 62,0	60,0 - 65,0
Инфляция, %, г/г	2,8-3,2	3,2-3,7
Ключевая ставка ЦБ РФ, % годовых	6,50 - 6,75	7,00 - 7,25
Доходность ОФЗ, срок обращения - 10 лет	6,15 - 6,35	6,70- 6,95
Доходность субфедеральных облигаций, 1 эшелон (срок обращения - 5-7 лет)	6,35 - 6,55	6,90 - 7,15
Доходность корпоративных облигаций, 1 эшелон (срок обращения - 3-5 лет)	6,50-6,70	7,10-7,25

#### Допущения, принятые в сценариях

	Базовый сценарий	Негативный сценарий
Геополитический фон	Нейтральный / Умеренно негативный	Негативный
Нефть	Страны ОПЕК и страны экспортеры выполняют договоренности о снижении добычи, обсуждают возможность пролонгации соглашения на 2019 год	Во второй половине года начинается обсуждение сценариев завершения соглашения ОПЕК+, сланцевая добыча



Курс рубля	<p>Высокие цены на нефть – основа поддержки рубля, новое бюджетное правило снижает волатильность курса.</p> <p>ФРС США поднимает ставку три раза, ЕЦБ завершает количественное смягчение, но не меняет базовую ставку.</p> <p>США вводят серьезные санкции в отношении российского ОПК, доклад об «олигархах» затрагивает незначительное число новых лиц, спрос со стороны локальных и неамериканских инвесторов нивелирует возможный запрет на инвестиции в ОФЗ.</p>	<p>Жесткий запрет на инвестиции в ОФЗ в сочетании со снижающимися ценами на нефть и ужесточением монетарной политики в США усиливает отток капитала из России. Но благодаря поддержке Банка России крупнейшие российские банки нейтрализуют ситуацию на рынке ОФЗ, где коррекция будет относительно краткосрочной.</p>
Инфляция	<p>Благодаря низкой базе февраля и марта 2017 года инфляция в I квартале вернется к уровню 2,5% г/г, где будет находиться вплоть до августа. Затем низкая база августа и первых осенних месяцев может вывести темп роста цен ближе к отметке 3%, или немного выше.</p>	<p>Возобновившаяся девальвация рубля усиливает инфляционное давление.</p>
Ключевая ставка	<p>Банк России начинает плавный переход от умеренно-жесткой монетарной политики к политике «нейтральных» ставок.</p>	<p>Банк России продолжает проводить умеренно-жесткую монетарную политику.</p>

В 2018г. мы ожидаем дальнейшего развития рынка рублевых облигаций на фоне **сохраняющегося снижения общего уровня процентных ставок**, темпы которого могут различаться, как видно из представленных выше сценариев. Главным фактором, определяющим это движения, остается денежно-кредитная политика Банка России. Согласно утвержденному Графику работы Совета директоров Банка России в 2018 году, заседания пройдут 9 февраля, 23 марта, 27 апреля, 15 июня, 27 июля, 14 сентября, 26 октября и 14 декабря. При этом 23 марта, 15 июня, 14 сентября и 14 декабря они будут сопровождаться публикацией Доклада о денежно-кредитной политике и проведением пресс-конференции для представителей средств массовой информации. В базовом сценарии мы ожидаем ее снижение на 100-125 б.п., при этом 50-75 б.п. в первой половине 2018г. Снижение ключевой ставки найдет свое адекватное отражение на уровне доходности всех сегментов рублевого облигационного рынка.

Дальнейшее снижение доходности на рынке облигаций может способствовать **повышению интереса к рынку капитала со стороны более широкого круга корпоративных заемщиков** как для рефинансирования существующих относительно более «дорогих» кредитов и займов, так и для инвестиций на фоне экономического роста страны в целом и в отдельных отраслях. Завершение рейтинговой реформы позволит национальным рейтинговым агентствам существенно увеличить объем своей деятельности и расширить круг потенциальных эмитентов на рынке облигаций. Основными покупателями на рынке корпоративных облигаций будут выступать в первую очередь российские банки, у которых ожидается рост профицита ликвидности. Активность НПФ будет ограничена в связи с продлением «заморозки» пенсионных накоплений, однако есть определенные надежды на рост активов за счет перехода некоторого числа физических лиц из ПФР в НПФ. Кроме того, одним из источников финансирования на рынке корпоративных облигаций могут стать средства, полученные в результате погашения и выплат купонных доходов по обращающимся корпоративным облигациям и реинвестированные обратно в рынок. По нашим оценкам объем погашений и выплат купонных доходов в 2018г. составит не менее 1,75 трлн. руб.

На рынке государственных облигаций в 2018г. ожидается **снижение объема новых заимствований**, который оценивается нами на уровне порядка 1,25 трлн. руб. По словам главы Минфина РФ Антона Силуанова, общий объем заимствований РФ в 2018 году снизится относительно уровня 2017 года в условиях сокращения дефицита бюджета или даже «выхода» на профицит в благоприятных условиях. По данным Минфина РФ, в 2017 году программа внутренних заимствований (валовое привлечение – 1 702,6 млрд. руб., чистое привлечение – 1 123,9 млрд. руб.) была исполнена практически полностью.

В 2018г. мы также ожидаем **продолжение роста рынка субфедеральных облигаций**, благодаря запуску с 1 января 2018г. программы реструктуризации бюджетных кредитов регионов, инициированной Президентом России Владимиром Путиным осенью 2017г. По предварительным оценкам, рассчитанная на 7-12 лет функционирования программа позволит регионам сэкономить порядка 430 млрд. руб. в ближайшие два года. Правила реструктуризации обязательств субъектов Российской Федерации перед Российской Федерацией по бюджетным кредитам утверждены Постановлением от 13.12.2017 №1531 и накладывают на регионы обязательства по оздоровлению финансового состояния субъектов, (в т.ч. за счет роста рыночной составляющей в государственном долге регионов), что будет стимулировать субъекты федерации к наращиванию активности на облигационном рынке.

Таким образом, наш взгляд на рынок рублевых облигаций в целом остается положительным как при базовом (оптимистичном), так и при пессимистичном прогнозах, несмотря на наличие ряда факторов неопределенности, которые, по нашим оценкам, будет носить краткосрочный и слабовыраженный характер.

## **БК «РЕГИОН»**

Адрес: Москва, ул. Большая Ордынка, д. 40/4, БЦ «Легион 1»

Многоканальный телефон: +7 495 777 29 64

Факс: +7 495 777 29 64 доб. 234

[www.region.ru](http://www.region.ru)

REUTERS: REGION

BLOOMBERG: RGNM

### **ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ**

#### **РУБЛЕВЫЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК**

Екатерина Шильева (доб. 253, [shilyaeva@region.ru](mailto:shilyaeva@region.ru))

Татьяна Тетеркина (доб. 112, [Teterkina@region.ru](mailto:Teterkina@region.ru))

Максим Швецов (доб. 694, [SHvetsov@region.ru](mailto:SHvetsov@region.ru))

### **ОТРАСЛЕВАЯ АНАЛИТИКА**

Валерий Вайсберг (доб.192, [vva@region.ru](mailto:vva@region.ru))

### **АНАЛИТИКА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ**

Александр Ермак (доб. 405, [aermak@region.ru](mailto:aermak@region.ru))

Юлия Гапон (доб. 294, [gapon@region.ru](mailto:gapon@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.