



### В III квартале 2015г. рынок рублевых облигаций вновь оказался под «давлением»

Александр Ермак,  
Главный аналитик долговых рынков  
БК "РЕГИОН"

*Рынок рублевых облигаций в III квартале 2015г. вновь оказался под давлением, которое усиливалось на фоне ускорения темпов снижения цен на нефть, роста нестабильности на мировых финансовых рынках, увеличение оттока капитала с развивающихся рынков перед заседанием ФРС США. Снижение цен на нефть было основной причиной резкого ослабления рубля, курс которого в отдельные дни даже превышал свои минимальные значения, зафиксированные в середине января т.г. На фоне роста инфляционных ожиданий (из-за падения рубля) Банк России на сентябрьском заседании «взял паузу», сохранив ключевую ставку на прежнем уровне 11%. В результате повышение доходности ОФЗ, которое началось еще в июне, продолжилось ускоренными темпами. Это, в свою очередь, привело к коррекции ставок в субфедеральном и корпоративном сегментах облигаций на вторичном рынке и к снижению активности на вторичном рынке. Вместе с тем во второй половине сентября наметилось улучшение конъюнктуры долгового рынка, что было обусловлено восстановлением цен на нефть и укреплением рубля, а также ростом вероятности переноса начала ужесточения монетарной политики ФРС США на начало следующего года.*

Рынок рублевых облигаций в августе – первой половине сентября вновь оказался под давлением, которое усиливалось на фоне ускорения темпов снижения цен на нефть, нестабильности на мировых финансовых рынках, роста оттока капитала с развивающихся рынков перед заседанием ФРС США. Снижение цен на нефть было основной причиной резкого ослабления рубля, курс которого в отдельные дни даже превышал свои минимальные значения, зафиксированные в середине января т.г.

#### Официальный курс рубля к доллару США, руб.



Нельзя не отметить, что в течение практически всей первой половины текущего года основным драйвером динамики цен рублевых облигаций (в первую очередь, ОФЗ) было последовательное снижение Банком России ключевой ставки и устойчивые ожидания участников долгового рынка относительно сохранения этой политики в дальнейшем. Вместе с тем, по итогам заседаний Банка России, состоявшихся в июне и июле

2015г., несмотря на снижение ключевой ставки на 100 и 50 б.п. соответственно, в заявлении регулятора было отмечено, что в дальнейшем Банк России будет принимать решения об уровне ключевой ставки в зависимости от изменения баланса инфляционных рисков и рисков охлаждения экономики. Негативные события на валютном рынке, ставшее реакцией, прежде всего, на падение цен на нефть, и рост инфляционных ожиданий нашли свое отражение в действиях Банка России, который на своем заседании в середине сентября сохранил ключевую ставку на прежнем уровне - 11%. Кроме того, Банк России повысил прогноз инфляции на конец 2015 г. до 12-13% в годовом исчислении, сохранив, правда, оптимистичную оценку на сентябрь 2016г. на уровне ниже 7%. Таким образом, потенциал снижения ключевой ставки лишь в конце текущего года (на декабрьском заседании) оценивается нами в пределах не более 25-50 б.п. А на ближайшем заседании в конце октября (также как и в сентябре) регулятор может «сохранить паузу» и не менять ключевую ставку.

Возможное замедление темпов снижения ключевой ставки Банк России отразилось, в первую очередь, на динамике процентных ставок рынка государственных облигаций, и несколько «охладило» интерес инвесторов на всем рублевом долговом рынке. Так, если на фоне благоприятной конъюнктуры за первую половину текущего года доходность на вторичном рынке ОФЗ снизилась в пределах 400-500 б.п. до 10,3-10,8% годовых в зависимости от сроков обращения и сохранялись на этом уровне в течение июня и июля т.г. За три первых недели августа наблюдалось достаточно резкое снижение цен, приведшее к повышению ставок по бумагам с дюрацией от 2 лет и больше в среднем в пределах 120-150 б.п. При этом доходность ОФЗ приближалась к уровню 12% годовых. В последние дни августа началась слабая коррекция в сторону повышения цен ОФЗ на фоне укрепления рубля, которое сохранилось и даже ускорилось в течение первой половине сентября на фоне восстановления цен на нефть. В результате этой коррекции снижение ставок на рынке ОФЗ к концу месяца составило в пределах 50-70 б.п. от максимальных уровней, наблюдававшихся в августе.

### Средняя доходность рублевых облигаций (индексы CBonds) и ключевая ставка ЦБ РФ



Ускорение роста цен на рынке ОФЗ в конце сентября мы также связываем с результатами прошедшего 16-17 сентября 2015г. заседанию ФРС США, на котором, как ожидалось ранее, могло быть принято решение о повышении базовой процентной ставки. Начало ужесточения денежно-кредитной политики со стороны ФРС США могло спровоцировать усиления оттока капитала со всех развивающихся рынков и соответственно дальнейшего ослабления валют этих стран, а также дальнейшего снижения цен на всех сырьевых рынках. Отмечая продолжающееся расширение экономической активности умеренными темпами, улучшение обстановки на рынке труда благодаря сильному росту рабочих мест и снижению уровня безработицы, ФРС США оставил базовую процентную ставку на прежнем уровне, сославшись на происходившие недавно негативные глобальные экономические и финансовые события. Таким образом, решение ФРС США, с одной стороны привело к ослаблению давления на сырьевые и валютные рынки,

рынки развивающихся стран, но с другой стороны, сохранило неопределенность относительно дальнейших шагов монетарных властей США. Также это сохраняет возможность дальнейшего продолжения периода высокой волатильности на мировых рынках. Последние данные по рынку труда в США и публикация стенограммы заседания ФРС США привели к снижению ожиданий участников рынка относительно возможности повышения базовой ставки ФРС США в текущем году. Вместе с тем, решение ФРС США вряд ли будет в краткосрочной перспективе оказывать непосредственное сильное влияние на рынок рублевых облигаций, принимая во внимание существенную разницу в процентных ставках в настоящее время, однако общие негативные настроения могут сказаться и на финансовых рынках России и приостановить возможное снижение ставок на рублевом долговом рынке в средне- и долгосрочной перспективе.

Сделки по субфедеральным облигациям в последние дни сентября проходили на уровне в пределах 12,0-14,0% годовых, в зависимости от сроков обращения (дюрация от 0,5 до 3 лет) и кредитного качества эмитентов. Влияние негативных событий в августе т.г. на динамику цен субфедеральных облигаций было менее заметным, что связано с более высоким уровнем процентных ставок и относительно более короткими сроками обращения в данном сегменте. Характерной реакцией на ухудшение конъюнктуры для рынка субфедеральных облигаций является расширение спредов между котировками на покупку и продажу и потеря ликвидности.

Активность на вторичном рынке рублевых облигаций в целом по итогам третьего квартала 2015г. была несколько выше, чем во втором квартале т.г. и в третьем квартале годом ранее. Суммарный биржевой оборот на ФБ ММВБ составил около 2 270,8 млрд. руб., что всего на 7,4% и 5,6% выше показателя за второй квартал 2015г. и за аналогичный период 2014г. соответственно. Наибольший рост объема сделок, составивший 119,7 млрд. руб., был зафиксирован на рынке субфедеральных облигаций: +58,5% по сравнению со вторым кварталом текущего года и почти на 31% к аналогичному периоду прошлого года. Активность на вторичном рынке – результат относительно больших размещений, состоявшихся летом текущего года. На рынке ОФЗ объем сделок вырос по сравнению со вторым кварталом 2015г. на 11,9%, но при этом снизился по сравнению с аналогичным периодом 2014г. на 6,2%. В секторе корпоративных облигаций рост объема сделок к второму кварталу т.г. составил всего 1,2%, а к аналогичному периоду 2014г. – 14,2%.

#### Объем сделок с облигациями на ФБ ММВБ, млрд. руб.



В третьем квартале 2015г. темпы роста цен на вторичном рынке замедлились по сравнению с предыдущим кварталом во всех сегментах рублевых долговых облигаций. Тем не менее, совокупный доход от вложений во все облигации с начала текущего года оказался выше, чем инфляция и рост основных мировых валют. Кроме того, доход, полученный на рынке ОФЗ по итогам трех кварталов 2015г., был выше роста рынка акций.

**Возврат на инвестиции в различные инструменты финансового рынка**

Инструмент	Период						
	3 кв.2015	2 кв.2015	1 кв.2015	2014	2013	2012	2011
<b>Рынок облигаций</b>							
Государственные (ОФЗ)	19.71%	17.23%	9.31%	-14.36%	3.80%	14.65%	5.79%
Субфедеральные	11.21%	8.84%	1.68%	-4.49%	7.79%	7.46%	4.71%
Корпоративные	13.73%	11.36%	4.58%	-1.43%	8.81%	8.57%	6.18%
<b>Рынок акций</b>							
Индекс ММВБ	17.64%	17.27%	16.64%	-9.32%	4.43%	5.17%	-16.93%
<b>Валютный рынок</b>							
долл. США	10.93%	-5.77%	-2.71%	81.06%	7.76%	-5.14%	5.06%
евро	7.95%	-8.72%	-9.21%	51.97%	11.79%	-2.85%	2.66%
бивалютная корзина	12.41%	-4.72%	-3.35%	61.35%	9.85%	-3.96%	3.82%
<b>Инфляция (справочно)</b>							
ИПЦ	10.50%	8.50%	7.20%	11.40%	6.50%	6.60%	6.10%

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

Активность эмитентов облигаций в целом на первичном рынке в 3-м квартале 2015г. была существенно ниже: общий объем первичных размещений рублевых облигаций составил около 547,1 млрд. руб., что почти на 23,5% меньше чем показатель второго квартала т.г. Минфин РФ разместил ОФЗ на сумму более 171,2 млрд. руб., что почти на 31,8% ниже объема размещений во 2-м квартале т.г. Из-за низкого спроса инвесторов в первой половине августа Минфин РФ не смог реализовать свои предложения в полном объеме, а во второй половине месяца даже был вынужден отказаться от проведения двух аукционов. Объем размещений корпоративных облигаций снизился на 26,3% и составил около 329,4 млрд. руб. Лишь только благодаря низкой базе 2-го квартала на рынке субфедеральных облигаций был зафиксирован рост первичных размещений почти в 2,8 раза, а объем размещений составил 46,5 млрд. руб. против 16,85 млрд. руб. во втором квартале т.г.

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



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

В третьем квартале 2015г. состоялось шесть размещений новых выпусков и одно доразмещение уже обращающегося выпуска. Три размещения состоялось в первой половине июля, одно – в августе, и еще три – в сентябре на фоне улучшения конъюнктуры рынка. Все «рыночные» размещения прошли на фоне высокого спроса со стороны инвесторов (превышение спроса над предложением составляло в пределах 1,5-3 раз). Основные результаты представлены в таблице.

**Основные параметры первичных размещений в 2015г.**

Эмитент	Выпуск	Дата размещения	Дата погашения	Объем выпуска, млн. руб.	Объем размещ., млн. руб.	Текущий купон, %	Доходность, % годовых	Дюрация, лет	Рейтинги межд. агентств S&P's / Moody's / Fitch
Томская обл.*	34048	02.04.15	18.12.18	5 000	1 500	8.75	15.50	2.20	BB-/ - / -
Саха (Якутия)	35007	21.05.15	14.05.20	5 500	5 500	12.43	13.02	2.83	BB/ - / BBB-
Хакассия*	35004	03.06.15	27.10.19	2 500	850	12.65	13.65	2.25	- / - / BB-
Ярославская обл.*	35013	10.06.15	24.09.19	7 000	2 000	10.20	13.43	2.13	- / - / BB
Самарская обл.	34011	25.06.15	18.06.20	7 000	7 000	12.40	12.99	2.61	BB / Ba3 / -
Республика Коми	35012	01.07.15	23.06.21	11 000	5 000	12.00	12.99	3.15	- / B1 / BB
Белгородская обл.	34009	07.07.15	30.06.20	5 250	5 250	12.65	13.26	2.68	- / B1 / BB
Оренбургская обл.	35003	16.07.15	03.07.25	5 000	5 000	14.00	14.75	4.88	- / - / BB
Нижегородская обл.	34010	24.08.15	23.08.20	12 000	12 000	11.15	13.73	3.12	- / B1 / BB
Красноярский край	34010	15.09.15	10.09.19	12 500	12 500	12.70	13.28	2.96	BB- / B1 / BB
Омская область*	34002	22.09.15	15.10.19	5 000	3 500	12.30	13.50	1.75	- / Ba2 / -
Удмуртия	34007	24.09.15	17.09.20	3 000	3 000	13.80	14.50	3.47	- / - / BB-

\* - доразмещение

На конец III квартала 2015г. объем рынка субфедеральных облигаций в обращении вырос по сравнению с началом года на 32,3 млрд. руб. (+6,1%) за счет активизации региональных заемщиков на первичном рынке. Рынок ОФЗ вырос по итогам аналогичного периода на 6%, корпоративных облигаций - на 15,4% с начала текущего года.

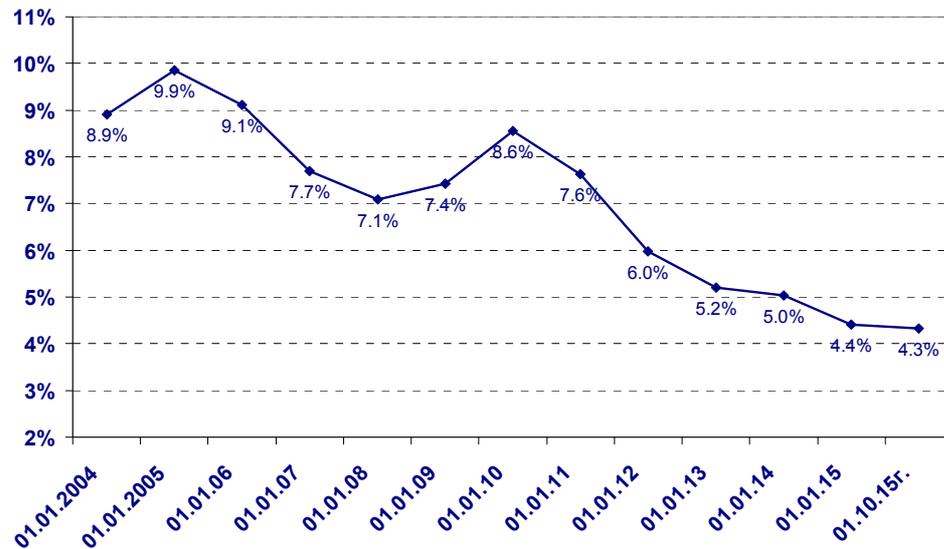
**Объем рынка рублевых облигаций в обращении, млрд. руб.**



Суммарный объем рублевых облигаций в обращении на 1 октября 2015г. составил около 13 022 млрд. руб. (+8,1% к началу года). При этом доля корпоративных долговых бумаг в общем объеме рынка рублевых облигаций достигла своих исторических максимумов и составила около 58,7% (против 56,6% и 55,2% на начало 2015 и 2014 годов соответственно). Доля ОФЗ на 1 октября 2015г. составляла 36,9% против 38,8% на

начало текущего года (39,5% годом ранее). Доля субфедеральных облигаций продолжает сокращаться, составив порядка 4,3%, что можно считать минимальным значением в современной истории рынка, против 4,5% и 5,3% на начало 2015 и 2014 годов соответственно. Нельзя не отметить, что на начало 2010г. доля субфедеральных облигаций составляла около 9,5%.

**Доля субфедеральных облигаций на рынке рублевых облигаций, %**



Снижение процентных ставок на вторичном рынке рублевых облигаций (прежде всего, ОФЗ), наблюдаемое во второй половине сентября на фоне укрепления рубля, открывает хорошие перспективы в начале IV квартала т.г. для выхода на рынок новых корпоративных и региональных (муниципальных) заемщиков.

---

Группа компаний «РЕГИОН»

---

Адрес: ул. Шаболовка, д.10, корпус 2, бизнес-центр «Конкорд»  
Многоканальный телефон: (+7 495) 777 29 64  
Факс: (+7 495) 7772964 доб. 234  
[www.region.ru](http://www.region.ru)  
REUTERS: REGION  
BLOOMBERG: RGNM

---

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями ГК РЕГИОН. Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. ГК РЕГИОН не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.