

## ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЗА ПЕРВЫЕ ШЕСТЬ МЕСЯЦЕВ 2017 ГОДА

**Ибраев А.Э.**

**Оренбургский государственный университет**

Укрепление курса рубля, стабилизация цен на нефть, снижение инфляционного давления способствовало созданию благоприятной конъюнктуры на рынке облигаций. В итоге в течение шести месяцев 2017 года на долговом рынке главенствовала положительная ценовая динамика. Но со второй половины мая рост цен поменялся на их боковое движение, которое в следующем месяце изменилось плавной коррекцией вниз в связи с негативным воздействием внутренних и внешних факторов. По итогам первых шести месяцев 2017 года был зафиксирован рост большей части количественных показателей, а также снижение среднегодовой доходности, она составила от 48 базисных пункта по ОФЗ до 118 базисных пункта по корпоративным облигациям.

По результатам первых шести месяцев 2017 года совокупный объем рынка облигаций, номинированных в рублях, увеличился на 6,59% относительно начала года и составил около 16,649 трлн руб. Вместе с тем объем в обращении облигаций федерального займа увеличился на 8,07% и составил 6,16 трлн руб. В обращении объем корпоративных облигаций составлял на конец июня 2017 года примерно 10 трлн руб., то есть на 6,33% превышает уровень начала года. Уменьшение на 3,7% зафиксировано по региональным облигациям, у которых объем в обращении уменьшился до 461,6 млрд руб. Темпы роста объема долговых бумаг в обороте снизились относительно предыдущего года как в целом по рынку (падение на 6,6%), так и по всем подразделениям рынка: ОФЗ на 2,6%, по корпоративным облигациям – на 9,3%. В то же время рост рынка региональных облигаций за аналогичный период 2016 года составил 1,1% по сравнению со снижением в текущем году.

В итоге структура рынка рублевых долговых бумаг поменялась незаметно: доля ОФЗ возросла с 36,5% в январе года до 37,0%, доля корпоративных облигаций уменьшилась на 0,2% и составляла 60,2%, доля региональных облигаций снизилась с начала 2017 года на 0,3%, показала исторический минимум в объеме 2,8% по сравнению с 3,1% на январь 2017 года (и против примерно 9–11% в 2006–2007 годах).

На рынке государственных бумаг основная часть в размере примерно 56,5% (+2,9% с начала года) приходилась на ОФЗ-ПД (облигации федерального займа с постоянным доходом). С начала года с 13,2% до 10,4% (-2,7%) снизилась доля ОФЗ-АД (облигаций федерального займа с амортизацией долга). В 2017 году приостановился наблюдаемый в 2015-2016 годах рост доли ОФЗ-ПК (облигаций федерального займа с переменным купоном), она незначительно снизилась за рассматриваемый период с 30,5% до 30,4%. Около

2,7% (-0,2% с начала года) рынка занимает единственный выпуск облигаций федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН).

На рынке региональных и муниципальных облигаций на середину 2017 года обращались 116 выпусков долговых бумаг 45 эмитентов, в частности 12 выпусков 5 органов муниципальной власти. Наибольшую долю долгового рынка по объему в обороте (примерно 11,9%) занимают бумаги Красноярского края. Второе место по объему облигационных займов заняла Самарская область, доля 8,8% долгового рынка. Доля бумаг Москвы, не размещавшая свои долговые бумаги с октября 2013 года, уменьшилась до 7,3% (12% на начало 2017 года и около 23% годом ранее). В число наиболее крупных субфедеральных заемщиков на публичном рынке входят Нижегородская область с 6,4% и Московская область с 5,3%. Десять наиболее крупных региональных заемщиков продемонстрированы на графике.

С позиции кредитного качества доля региональных облигаций эмитентов высокого кредитного качества (первого эшелона) оценивается на уровне 48,8% от совокупного объема рынка облигаций по сравнению с 42,8% на начало 2017 года. Доля долговых бумаг второго эшелона составила 39,6% (на начало января 44,2%), третьего эшелона около 11,7% (13,0%).

В сегменте корпоративных облигаций по итогам первых шести месяцев 2017 года нефтегазовый сектор сохраняет свою лидерскую позицию с долей 27,9%, опередил банковский сектор, доля которого 20%. При этом стоит отметить, что еще примерно 16% занимает финансовый сектор (в котором преимущественно представлены выпуски облигаций ипотечных агентов, а также бумаги страховых, лизинговых и других финансовых институтов). В отраслях реального сектора экономики высокое место занимают: энергетика и транспорт с долей примерно 6,6% и 7,2% соответственно; 3,5% и 3,7% – металлургия и связь. Доля бумаг эмитентов других отраслей – всего примерно 15,1%. В качестве наиболее крупных заемщиков называют: НК Роснефть (20,7%), РЖД (6,1%), ФСК ЕЭС (3,4%), ВЭБ и ВЭБ-лизинг (3,9%), Транснефть (2,3%), АИЖК (2,1%).

С позиции кредитного качества доля корпоративных облигаций эмитентов первого эшелона (высокое кредитное качество) оценивается в районе 54,7% от совокупного объема долгового рынка. Доля бумаг второго эшелона, по моим оценкам, составила 22,9% (23,4% на начало года), третьего эшелона – около 22,4% (21,9% на начало года).

По моим оценкам, за первые шесть месяцев 2017 года величина первичных размещений рублевых бумаг составила примерно 1880,8 млрд руб., превысила на 40,3% показатель за тот же период 2016 года. В то же время на долю ОФЗ приходится 45,1% от совокупного объема производимых размещений, на корпоративные бумаги и региональные 52,7% и 2,2% соответственно.

Лучшую динамику показывал первичный рынок ОФЗ, на котором объем размещения в первые шесть месяцев 2017 года составлял примерно 847,8 млрд руб., это на 63% выше, нежели за тот же период 2016 года. Вместе с тем в

первом квартале 2017 года эмитенту получилось реализовать план привлечения на внутреннем рынке, было размещено ОФЗ в объеме 400 млрд руб. по номинальной стоимости. Объем размещения во втором квартале составил более 447 млрд руб., но квартальный план, принятый в объеме 500 млрд руб., был реализован на 89%. Наивысшие объемы по месяцам в границах 152-160 млрд руб. приходились на март, апрель и май 2017 года.

Большая часть аукционов протекала при значительном спросе от инвесторов, спрос в 2–4 раза перекрыл предложение. При этом положение первичного рынка не всегда была благоприятным для эмитентов: отмечались периоды агрессивного, но слабого спроса, когда Министерству финансов РФ приходилось предоставлять инвесторам дополнительную «премию» или ограничить объем размещения.

Росту внутренних заимствований Министерства финансов РФ в первом полугодии 2017 года поспособствовал спрос не только от лица инвесторов – нерезидентов, но и со стороны российских инвесторов. Это проясняется тем, что участие в большинстве аукционов, как и в 2016 году допускало получать дополнительный доход от краткосрочных спекулятивных сделок. Так, по статистике, после 78% (в 2016 году около 84%) аукционов отмечался рост цен на вторичном рынке по отношению к цене отсечения прошедшего накануне аукциона. При этом в 26% из которых рост цен составил более 0,4 п.п. и более. Покупка на аукционах по средневзвешенной цене обеспечивала положительный результат в 67% аукционов, из которых в 22% рост составлял более 0,4 п.п.

По итогам первых шести месяцев 2017 года величина первичных размещений корпоративных бумаг составлял 991,5 млрд руб. (не учитывая "однодневные" биржевые облигации ВТБ), это на 24,7% выше объема первых шести месяцев 2016 года, когда корпоративные эмитенты привлекли на долговом рынке 795,3 млрд руб.

По истечению «зимнего» инвестиционного затишья первичные размещения открылись в апреле 2017 года. Максимальная активность отмечалась в мае, когда были размещены бумаги на сумму примерно 289 млрд руб., это составило около трети (29%) от полугодического объема. Наравне с макроэкономическими факторами (укрепление рубля, восстановление цен на нефть, снижение инфляции) повышению активности также содействовали приход на рынок так называемых новых денег и структурный профицит ликвидности в российском банковском секторе - ресурсы НПФ в размере 234,4 млрд руб.

В какой-то степени подъем активности на первичном долговом рынке связано, в том числе, с рейтинговой реформой, которая начала реализовываться в 2015 году и в данное время находится на завершающем этапе. В силу перехода российского регулирования с международных на национальные рейтинги, который осуществлен 14 июля 2017 года, определенные эмитенты переместили выпуск облигаций на более ранний срок. В отношении первичного рынка, наиболее принципиальные нововведения, ставшие последствием

реформирования рейтинговой отрасли, связаны с ужесточением правил инвестирования пенсионных средств.

В качестве основных тенденций, которые сформировались на первичном рынке корпоративного долга в 2017 году, можно выделить следующие:

Согласно данным информационного агентства CBonds, за первое полугодие 2017 года доля нерыночных размещений составила 30,6% от совокупного объема новых эмиссий корпоративных долговых бумаг против 46,7% и 55,9% в 2015 году и 2016 году соответственно. Тенденция сокращения так называемых клубных размещений является признаком большей цивилизованности долгового рынка, так как, с одной стороны, дает возможность рассчитывать на более высокую ликвидность облигаций на вторичном рынке (это является важным для инвесторов), со второй, содействует формированию качественной вторичной кривой доходности облигаций (что важно для эмитентов).

Удлиняются сроки заимствований. Рост дюрации первичных размещений, который стал заметен уже во второй половине 2016 года, в первом полугодии 2017 года продолжился. По моим оценкам, средняя дюрация размещенных в первом полугодии 2017 года облигаций составила 3,45 года против 3,0 лет во втором полугодии 2016 года.

Инвесторы по-прежнему без особого восторга воспринимают сложные продукты. В конце апреля 2017 года ПАО Сбербанк размещал второй выпуск двухлетних структурированных облигаций лишь на 37,03% (222,2 млн руб.) от совокупного объема займа. При ставке купона в размере 0,01% годовых по выпуску предусмотрен дополнительный доход, который привязан к АДР на акции Газпрома. В середине мая 2017 года Альфа-Банк предлагал рынку структурные облигации Альфа-Банк, БО-19 с опцией выплаты в дату досрочного погашения облигаций (дата окончания шестого купонного периода) дополнительного дохода, который привязан к индексу NXS Ultimate Fund Allocator Index. Выпуск был раскуплен на 42,94%, но на вторичном рынке облигация довольно-таки ликвидная.

Локальные облигации, которые номинированы в валюте, пользуются спросом. В конце июня Внешэкономбанк 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-001P-03 на \$600 млн. (купон 4,9% годовых). В этот раз Внешэкономбанк предложил рынку 5,5-летние облигации серии ПБО-001P-08 с номинальным объемом \$550 млн. и купоном 4,25% годовых, это 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, то есть выпуск получилось разместить без премии к «несанкционному» (размещен в 2013 г.) долларовому евробонду банка VEB – 23.

На первичном рынке региональных и муниципальных облигаций в первом полугодии 2017 года совокупный объем размещений составлял 41,517

млрд руб., это на 61,2% превысило показатель того же периода 2016 года. Первое полугодие года по традиции является периодом низкой активности региональных и муниципальных заемщиков: в 2015-2016 годах порядка 83% от общего объема первичных размещений региональных эмитентов приходилось на вторую половину года.

#### *Список литературы*

1. Андрюшин, С.А. *Экономический рост и долговая нагрузка российского корпоративного сектора* / С.А. Андрюшин // *Банковское дело: электронный научный журнал*. – 2017. - №3. – С. 4-14.

2. Беляков, И.В. *Перспективы спроса на российский внутренний долг* / И.В. Беляков // *Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал*. – 2017. - №1 (35). – С. 39-51.

3. Полякова, М.С. *Государственный долг Российской Федерации: современное состояние и перспективы развития* / М.С. Полякова // *Экономика и предпринимательство*. – 2017. - №4-2 (81-2). – С. 225-234.

4. Шабалин, А.О. *Динамика государственного и корпоративного долга России в условиях экономических санкций* / А.О. Шабалин // *Вестник Института экономики Российской академии наук*. – 2017. – №2. – С. 116-130.