



ОФЗ - безусловный фаворит года, но потенциал не исчерпан...

Основные итоги рынка рублевых облигаций в 2016г. и перспективы 2017г.

В 2016 г. ситуация на рынке рублевых облигаций была неоднозначной: периоды негативной динамики цен сменялись благоприятной конъюнктурой под влиянием целого ряда внешних и внутренних факторов. При этом в целом по итогам года наблюдался рост большинства количественных показателей рынка рублевых облигаций при общем снижении доходности в среднем в пределах 1,69–2,3 п.п. для разных сегментов рынка. В 2017 г. многие факторы неопределенности сохранятся, что может негативно отразиться на рынке рублевых облигаций. Тем не менее, ожидания дальнейшего роста основных показателей, снижения процентных ставок и качественного развития рынка остаются.

Объем и структура рынка рублевых облигаций в обращении

По итогам 2016 г. общий объем рынка рублевых облигаций увеличился на 15,00% по сравнению с началом года и составил более 15,62 трлн. руб. При этом объем ОФЗ в обращении вырос на 12,93% и превысил 5,7 трлн. руб. Объем в обращении корпоративных облигаций составил на конец рассматриваемого периода около 9,44 трлн. руб., что на 16,98% выше уровня начала года. Рост на 3,11% был зафиксирован по субфедеральным облигациям, объем в обращении которых достиг порядка 479,5 млрд. руб. Темпы роста объема облигаций в обращении несколько выросли по сравнению с предыдущим годом как в целом по рынку (+2,2%), так и по рынку ОФЗ (+1,87%). При этом темпы роста рынка корпоративных облигаций замедлились по сравнению с предыдущим годом на 4,83%, а рост рынка субфедеральных облигаций не изменился по сравнению с предыдущим годом, оставшись на прежнем уровне (3,11%).

В результате структура рынка рублевых облигаций несколько изменилась: доля облигаций федерального займа снизилась до 36,51% против 37,18% в начале года. Доля корпоративных облигаций выросла на 1,02% и составила 60,42%. Доля субфедеральных облигаций уменьшилась с начала года на 0,35%, показав очередной исторический минимум в размере 3,07% против 3,42% на начало 2016 г. (и против отметки 9–10% в 2004–2005 гг.).

Рисунок 1. Объем рублевого облигационного рынка в обращении (на начало года в млрд. руб.)

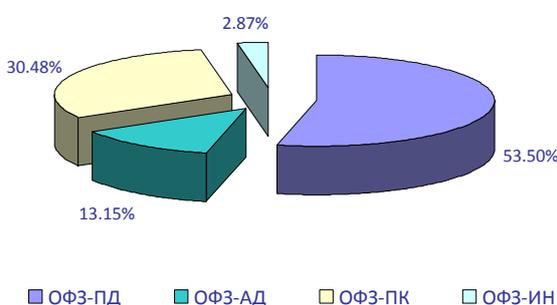


Источник: расчеты БК «РЕГИОН».



На рынке государственных облигаций основная доля в размере около 53,5% (-0,8% с начала года) приходится на облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД). С 15,8% в начале года до 13,2% (-2,7%) снизилась доля облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД), что произошло в результате планового погашения и проводимого Минфином РФ обмена неликвидных выпусков ОФЗ-АД на ликвидные выпуски. Продолжает расти рынок облигаций федерального займа с переменным купоном (ОФЗ-ПК), которые появились на рынке в начале 2015 г., а их доля выросла до 30,5% на начало 2017 года (+3,5% с начала 2016 года). Около 2,87% (-0,03% с начала года) рынка занимает единственный выпуск облигаций федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН).

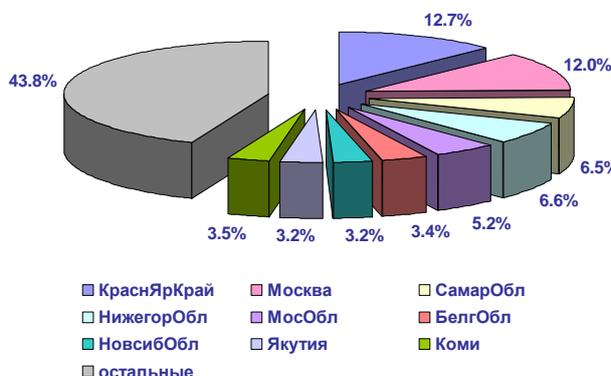
Рисунок 2. Структура рынка федеральных облигаций



Источник: расчеты БК «РЕГИОН».

На рынке субфедеральных и муниципальных облигаций на начало 2017 г. были представлены 118 выпусков долговых ценных бумаг 46 эмитентов, в том числе 12 выпусков 5 органов местной власти. Впервые в современной истории рынка субфедеральных облигаций сменился бессменный лидер, в качестве которого выступала Москва. Максимальную долю рынка по объему в обращении (около 12,7%) заняли облигации Красноярского края. Доля облигаций Москвы, которая не размещала свои долговые ценные бумаги с октября 2013 г., сократилась до 12,0% (против более 23% на начало текущего года). В число крупнейших региональных заемщиков на публичном рынке также вошли Самарская (6,5%) и Нижегородская (6,6%) области. Вернувшаяся после восьмилетнего перерыва Московская область сразу попала в пятерку крупнейших заемщиков с долей 5,2% от суммарного объема облигаций в обращении.

Рисунок 3. Структура рынка субфедеральных и муниципальных облигаций



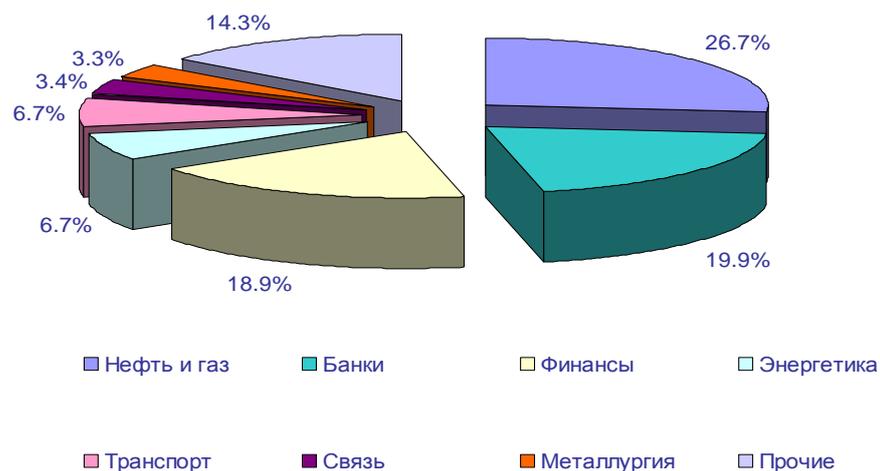
Источник: расчеты БК «РЕГИОН».



С точки зрения кредитного качества мы оцениваем долю субфедеральных облигаций эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) на уровне 62,1% от суммарного объема рынка. Доля облигаций второго эшелона составляет, по нашим оценкам, 44,2%, третьего эшелона – около 13,0%.

На рынке корпоративных облигаций по итогам 2016 г. впервые в истории нефтегазовый сектор с долей 26,7% существенно превзошел банковский сектор с долей 19,9%. Правда, при этом нельзя не отметить, что еще около 18,9% 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 6,7% у каждой; 3,4 и 3,3% – связь и металлургия. Доля облигаций эмитентов остальных отраслей – всего около 14,3%. В качестве крупнейших заемщиков можно назвать: НК «Роснефть» (с долей 20,7%), РЖД (5,8%), ФСК ЕЭС (3,5%), ВЭБ и АИЖК (по 2,3%), Транснефть (2,2%) и др.

Рисунок 4. Отраслевая структура рынка корпоративных облигаций



Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН»

С точки зрения кредитного качества мы оцениваем долю корпоративных облигаций эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) на уровне 54,7% от суммарного объема рынка. Доля облигаций второго эшелона составляет, по нашим оценкам, 23,4%, третьего эшелона – 21,9%.



Основные показатели первичного рынка

По нашим оценкам, объем первичных размещений рублевых облигаций в 2016 г. составил около 3 371,8 млрд. руб., что на 43,8% больше показателя за 2015 год (рис. 5).

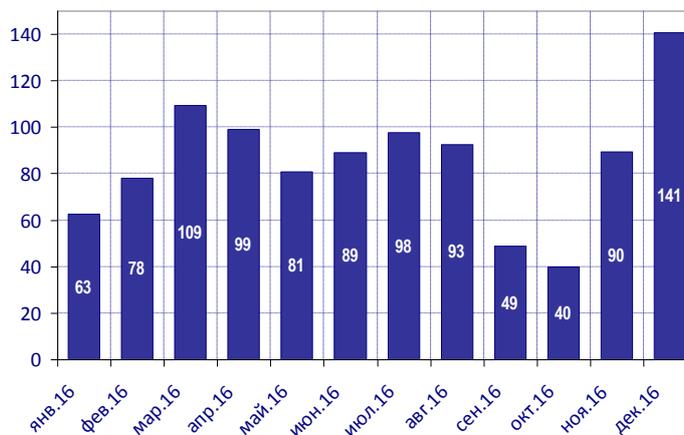
Рисунок 5. Объем первичного размещения облигаций в 2011–2016 гг., млрд. руб.



Источники: Московская Биржа, расчеты БК «РЕГИОН»

Одну из наилучших динамик показал **первичный рынок ОФЗ**, объем размещений которых за 2016 г. составил более 1 028,2 млрд. руб., что на 45,1% больше, чем в предыдущем году. При этом в конце октября – начале ноября Минфин РФ, выбрав практически полностью лимит привлечения внутренних заимствований, был вынужден сократить объем своего предложения. Принятые в конце ноября поправки в федеральный бюджет на 2016 г. позволили увеличить объем чистых внутренних заимствований с 300 до 500 млрд. руб., что положительно отразилось на активности эмитента в последний месяц 2016 г., когда объем размещений превысил 140 млрд. руб.

Рисунок 6. Объем размещения ОФЗ в 2016г., ежемесячно в млрд. руб.

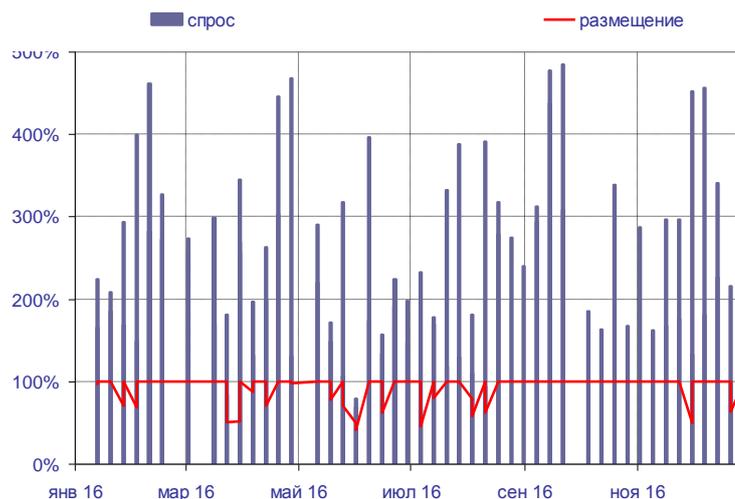


Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»



Большая часть аукционов прошла при высоком спросе со стороны инвесторов, который в 2–4 раза превышал предложение (рис. 7). 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».

Рисунок 7. Объем спроса и размещения, в % от объема предложения



Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

Успешной реализации программы внутренних заимствований Минфина РФ в 2016г. способствовал спрос не только со стороны инвесторов – нерезидентов (об их влиянии на рынок смотри ниже), но и со стороны российских инвесторов. Это объясняется тем, что участие в аукционах позволяло получить дополнительный доход от краткосрочных спекулятивных операций. Так, согласно статистике в 84% случаев наблюдался рост цен на вторичном рынке относительно цены отсечения прошедшего накануне аукциона. При этом в 49% из которых рост цен составлял 0,2 п.п. и более, а в 17% из них - более 0,5 п.п. Покупка на аукционах по средневзвешенной цене обеспечивала положительный результат в 74% случаев, из которых в 32% рост составлял более 0,2 п.п., а в 13% из них – более 0,5 п.п.

Таблица. Распределение изменения цен на вторичном рынке после прохождения аукционов

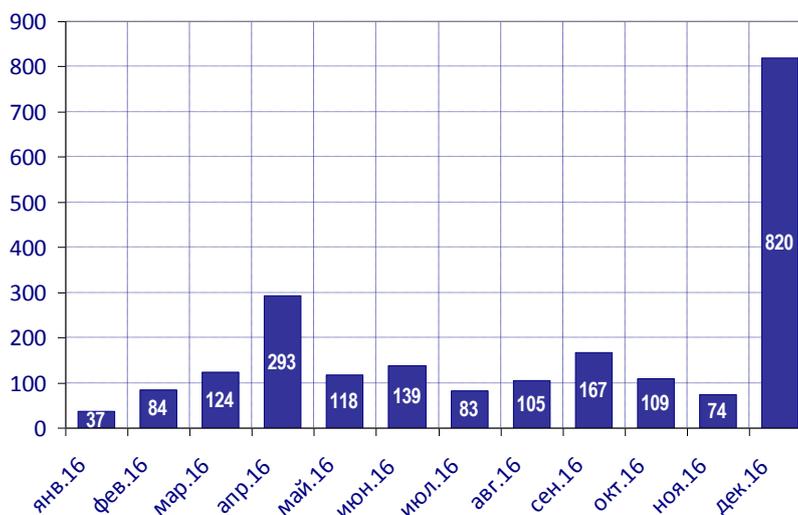
Диапазон изменения цены, п.п.	Относительно цены отсечения	Относительно средневзвешенной цены
< 0	16%	26%
0 - 0.1	14%	22%
0.1 - 0.2	21%	20%
0.2 - 0.3	22%	9%
0.3 - 0.4	6%	6%
0.4 - 0.5	5%	5%
> 0.5	17%	13%

Источники: расчеты БК «РЕГИОН»



По итогам 2016 г. объем **первичных размещений корпоративных облигаций** составил более 2 187,8 млрд. руб. (без учета краткосрочных биржевых облигаций ВТБ), что на 42,26% выше показателя за 2015 г. Без учета декабрьского размещения облигаций НК «Роснефть» в объеме 600 млрд. руб. рост рынка первичных размещений корпоративных облигаций относительно показателя предыдущего года составил 3,25%.

Рисунок 8. Объем размещения корпоративных облигаций в 2016г., ежемесячно в млрд. руб.



Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

Максимальная активность в 2016г. наблюдалась в апреле, когда, по нашим оценкам, было размещено облигаций на сумму около 293 млрд. руб. (с учетом дополнительных выпусков и вторичного размещения – около 337 млрд. руб.), что является третьим результатом за всю историю рынка корпоративных облигаций. Второй всплеск активности отмечался в сентябре 2016 г., когда объем всех размещений составил около 200 млрд. руб. Основной причиной столь высокой активности эмитентов, очевидно, было быстрое снижение процентных ставок до начала и во время этих периодов. Третий всплеск активности наблюдался в декабре, когда объем размещений составил около 220 млрд. руб. (без учета «клубного» выпуска на 600 млрд. руб.).

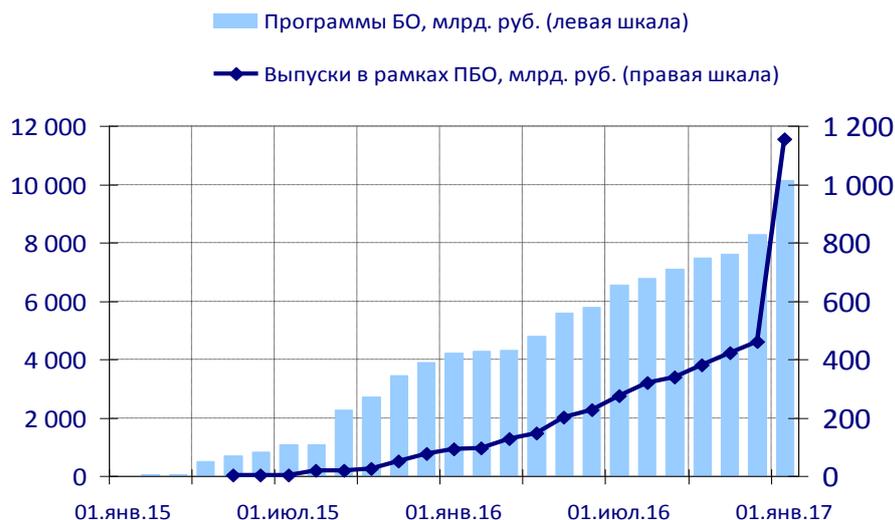
В качестве основных тенденций, сформировавшихся на первичном рынке корпоративного долга в 2016 году, мы выделяем следующие:

Сохранение интереса эмитентов к биржевым облигациям, в том числе выпущенным в рамках программ биржевых облигаций. Доля размещенных биржевых облигаций в общем объеме корпоративных облигаций по итогам 2016 г. составила более 85,6% против 70,4% в 2015 г. Кроме того, по нашим оценкам, в 2016г. на Московской бирже было зарегистрировано 65 Программ биржевых облигаций на общую сумму 5,934 трлн. руб. (без учета ПБО ВТБ на сумму 5 трлн. руб., которая предполагает размещение краткосрочных (однодневных) облигаций, являющихся по существу инструментом денежного рынка, а не рынка капитала), что превышает показатели 2015г. практически вдвое по количеству зарегистрированных Программ и на 40% по их объему. По итогам 2015-2016гг. было зарегистрировано 102 ПБО на общую сумму 10,144 трлн. руб., 64% из которых предполагает размещение в рублях и иностранной валюте и 66% из которых являются бессрочными.



В рамках ПБО в 2016г. было размещено 68 выпусков общим объемом порядка 1 062 млрд. руб. против 23 выпусков общим объемом 94 млрд. руб. в 2015г. Таким образом, за 2015-2016г. было реализовано около 11,4% от общего объема зарегистрированных ПБО.

Рисунок 9. Объем зарегистрированных ПБО и размещенных облигаций в рамках ПБО в 2015 - 2016гг., нарастающим итогом в млрд. руб.



Источники: тоех.com, расчеты БК «РЕГИОН»

Удлинение сроков заимствований. Многие инвесторы на фоне замедления инфляции, падения ставок на денежном рынке и ожиданий снижения в средне- и долгосрочной перспективе ключевой ставки Банком России готовы были вкладываться в облигации на срок до 3–5 и более лет. Максимальные сроки размещения были увеличены до 7–10 лет. Но при этом некоторые эмитенты, размещая относительно долгосрочные (и нередко «клубные») выпуски, предусматривали по ним call-опционы на более короткий период.

Так, например, ГК Норильский Никель в феврале 2016г. разместил три 10-летних выпуска общим объемом 15 млрд. руб. с call-опционом через 5 лет. В марте прошло размещение двух выпусков Газпром нефти на 25 млрд. руб. со сроком обращения 30 лет и опционами «call» и «put» через 2 и 5 лет соответственно. В мае два выпуска общим объемом 15 млрд. руб. разместила Башнефть, установив по облигациям call-опционы через 5 и 6 лет, put-опцион через 9 лет при сроке обращения выпусков 10 лет.

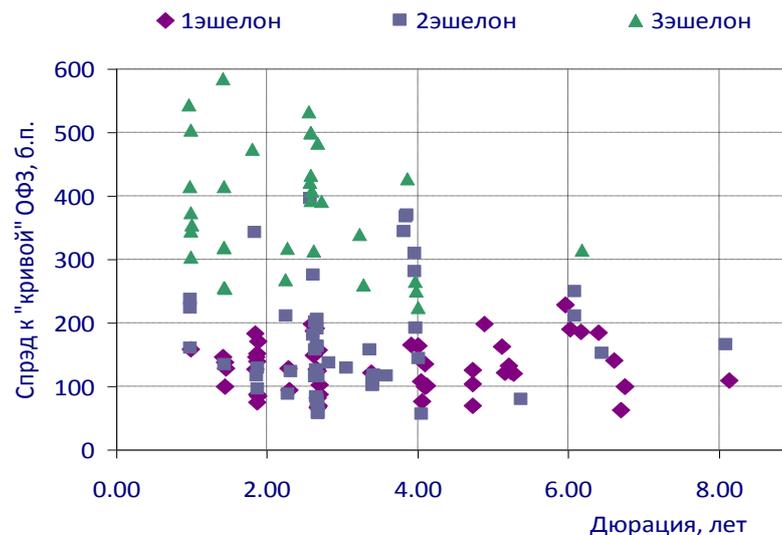
Увеличение «клубных» размещений. Согласно данным агентства CBonds в 2016г. доля нерыночных размещений составила 55,9% от общего объема новых выпусков корпоративных облигаций. При этом по итогам 2015г. доля таких размещений составляла около 46,7%. В тоже время основная доля «рыночных» размещений в 2016г. пришлось на долговые бумаги крупнейших компаний реального сектора экономики хорошего кредитного качества, о чем свидетельствовало снижение спредов к ОФЗ до уровня 60–90 б. п. (рис. 10).

Рост активности строительных компаний. В 2016г. на рынок первичного долга с новыми займами выходили известные рынку эмитенты-застройщики РСГ (2 выпуска на 4 млрд. руб.), ЛСР (заем на 5 млрд. руб.), ЛенСпецСМУ (заем на 5 млрд. руб.), ГК «Пионер» (2 займа на 6 млрд. руб.), активно занимала ГК «ПИК» (4 выпуска на 24 млрд. руб.). Дебютные размещения провели компании сектора инфраструктурного строительства, такие как Мостотрест, Автодор, Автобан.



Появление новых имен. Наряду с дебютами инфраструктурных компаний в 2016г. впервые с публичными займами на рынок вышли Тойота Банк, Рено Ниссан Банк, Федеральная перевозочная компания, Эр-Телеком Холдинг, КОМКОР. Кроме этого после долгого перерыва с новыми займами вернулись Сбербанк, Совкомбанк, СИБУР, Силовые машины, ЧТПЗ и др.

Рисунок 10. Доходность первичных размещений корпоративных облигаций в 2016 г.



Источник: расчеты БК «РЕГИОН».

Снижение спроса на банковский риск второго – третьего эшелонов. Объем банковских размещений в 2016г. по сравнению с 2015г. сократился на 17% до 311,8 млрд. руб. (54 эмиссии, 27 эмитентов) против 373,8 млрд. руб. (77 эмиссий, 35 эмитентов) в 2015г. и 603,4 млрд. руб. (73 эмиссии, 30 эмитентов) в 2014г. Причем, несмотря на наметившееся в 2016г. восстановление финансового состояния банковской системы интерес инвесторов сосредоточился на банках первого эшелона. Смещение спроса стало следствием роста опасений рынка повторения ситуации, возникшей с такими банками третьего эшелона как Внешпромбанк, АКБ Пересвет и Татфондбанк. Поквартальная динамика банковских размещений демонстрирует также сокращение во втором полугодии 2016 года «рыночных» банковских размещений.

Расширение «продуктовой» линейки. В течение 2016г. рынку были предложены новые инвестиционные инструменты, такие как:

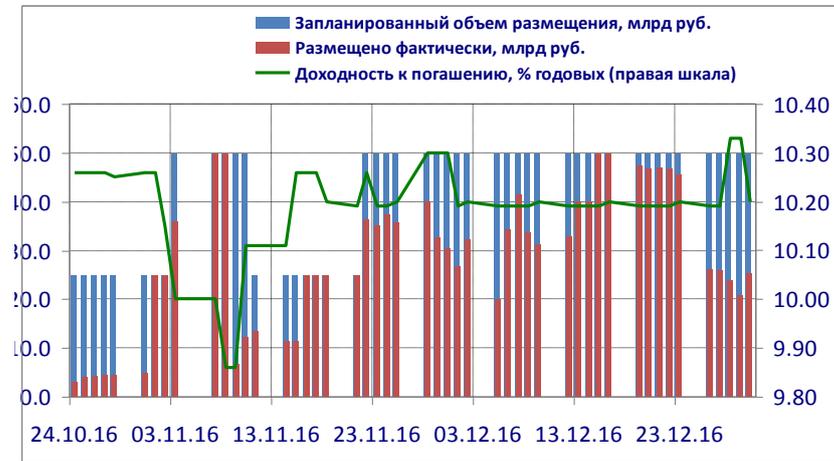
- бессрочные субординированные облигации РСХБ. Банк в течение года разместил три выпуска бессрочных субординированных облигаций по 5 млрд руб. каждый (два выпуска в июле под 14,5% годовых и один в октябре под 14,25% годовых);

- однодневные выпуски облигаций. 24 октября 2016г. ВТБ разместил первый выпуск однодневных облигаций, выпускаемых в рамках программы общим лимитом 5 трлн. руб. До конца года банк предложил к размещению 49 выпуском облигаций на общую сумму 2,075 трлн. руб., из которых было размещено на 1,402 трлн. руб. (около 68% от запланированного). Средняя доходность привлечения средств составила 10,19% годовых, минимальная и максимальные ставки – 9,86% и 10,33 % соответственно (рис. 11);

- дебютная секьюритизация кредитного портфеля МСБ. В сентябре Промсвязьбанк в целях секьюритизации портфеля кредитов малому и среднему бизнесу через свою SPV разместил облигации общим объемом 7 млрд. руб. под 10,25% годовых;



Рис. 11. Основные итоги размещения однодневных облигаций ВТБ в 2016 г.

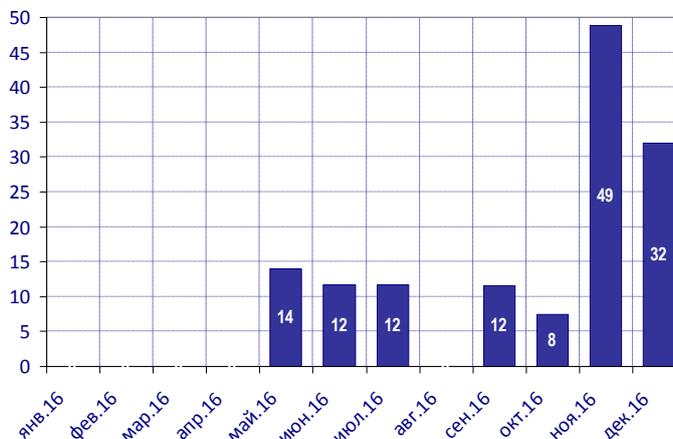


Источник: CBonds, расчеты БК «РЕГИОН».

Отдельно отметим выпуски банков, **номинарованные в долларах США**, но с расчетами в рублях. Такой механизм заимствований позволяет находящимся под санкциями эмитентам хеджировать валютные риски, привлекая ликвидность на внутреннем рынке капитала. В июле выпуск ВЭБ при объеме предложения в 600 млн. долл. вызвал спрос более 1 млрд. долл., а ставка купонов на 5-летний срок обращения была снижена до 4,9% годовых с начального маркетизируемого диапазона 5,50–5,75% годовых. РОСЭКСИМБАНК в декабре привлек 150 млн. долл. со ставкой купона 4,80% годовых до оферты через 2 года под 5-летний выпуск облигаций.

На первичном рынке субфедеральных и муниципальных облигаций в 2016г. общий объем размещений (включая доразмещение обращающихся выпусков) составил 155,726 млрд. руб., что на 58,8% превысило показатель 2015 года. Размещение субфедеральных облигаций началось только в мае 2016г., а самыми активными месяцами стали ноябрь и декабрь 2016г., на долю которых пришлось 52% от общего объема размещения.

Рисунок 12. Объем размещения субфедеральных облигаций в 2016г., помесячно в млрд. руб.



Источники: тоех.com, расчеты БК «РЕГИОН»



Пионером на первичном рынке среди региональных заемщиков стала Республика Саха (Якутия), разместив в мае 2016г. заем в объеме 5,5 млрд. руб. Размещение вызвало большой интерес инвесторов, объем выставленных заявок которых составил около 46 млрд. руб., что более чем в 8 раз превышало объем предложения. В результате ставка купона по итогам сбора заявок была установлена на уровне 10,29% годовых, что соответствует доходности к погашению 10,69% годовых. Таким образом, республике первой удалось установить доходность своих облигаций меньше ключевой ставки Банка России и сузить спрэд к ОФЗ до минимальных значений за последние три года (до 158 б. п.).

Таблица. Основные итоги размещения субфедеральных облигаций в 2016г.

Эмитент	Выпуск	Дата размещения	Дата погашения	Объем выпуска, млн. руб.	Объем размещ., млн. руб.	Спрос, млн. руб.	Текущий купон, %	Доходность (%)	Дюрация, лет	Спрэд к ОФЗ, б.п.	Рейтинги (S&P's / Moody's / Fitch)
Саха (Якутия)	35008	18.05.16	18.05.21	5 500	5 500	46 000	10,29	10,69	3,30	158	BB-/BBB-
Республика Карелия*	35017	19.05.16	08.04.20	1 000	1 000	2 500	12,25	11,51	1,69	220	-/-/B+
Ярославская обл.	35014	27.05.16	19.05.23	4 500	4 500	н/д	10,00	10,38	4,12	126	-/-/BB
г. Новосибирск	35008	30.05.16	18.05.26	3 000	3 000	11 100	9,45	10,28	4,58	115	-/-/BB
Белгородская область	34010	14.06.16	08.06.21	3 500	1 750	8 630	9,81	10,18	3,76	102	-/-/BB
Нижегородская область	35011	22.06.16	22.06.23	10 000	10 000	31 000	10,25	10,63	4,29	120	-/-/BB
Самарская область	35012	01.07.16	21.06.24	10 000	10 000	21 800	9,64	9,99	4,80	150	-/Ba3/BB
Белгородская область*	34010	15.07.16	08.06.21	1 750	1 750	н/д	9,81	10,18	3,68	138	-/-/BB
Республика Мордовия	34003	09.09.16	03.09.21	5 000	5 000	10 000	11,70	12,23	3,78	391	-/-/B+
Тамбовская область	35002	20.09.16	20.09.23	1 600	1 600	н/д	9,60	9,94	4,43	176	-/-/BB+
Республика Удмуртия	35002	21.09.16	19.09.26	5 000	5 000	13 000	10,55	10,96	6,12	290	-/-/BB-
Новосибирская область	34007	04.10.16	03.10.21	5 000	2 500	н/д	8,93	9,23	3,64	86	-/-/BBB-
Новосибирская область*	34007	05.10.16	03.10.21	2 500	2 500	14 000	8,93	9,66	3,64	121	-/-/BBB-
г. Омск	34002	25.10.16	26.10.19	2 500	1 250,4	н/д	9,90	10,27	1,87	162	-/B1/-
г. Омск *	34002	26.10.16	26.10.19	1 250	1 249,6	н/д	9,90	10,92	1,87	227	-/B1/-
Омская область	35003	01.11.16	01.11.21	5 000	2 500,2	н/д	9,30	9,63	3,75	93	-/Ba3/-
Омская область *	35003	02.11.16	01.11.21	2 499,8	2 499,8	н/д	9,30	10,06	3,71	136	-/Ba3/-
Красноярский край	34012	02.11.16	25.10.23	18 231,0	18 231,0	н/д	9,75	9,99	4,32	123	BB-/B1/BB+
Республика Хакасия	35006	03.11.16	02.11.23	5 000	5 000	н/д	11,70	12,22	4,42	343	-/-/BB-
Ставропольский край	35003	08.11.16	07.11.23	4 800	4 800	н/д	9,80	10,17	4,27	128	-/-/BB
г. Томск	34006	15.11.16	14.11.21	1 000	1 000	н/д	9,83	10,20	2,99	134	-/-/BB
Свердловская область	35003	17.11.16	15.11.24	5 000	5 000	8 500	9,80	10,15	4,56	119	-/-/BB+
Республика Коми	35013	23.11.16	16.11.22	6 180	3 095	н/д	9,50	9,84	4,07	100	-/B1/BB
Московская область	35010	29.11.16	21.11.23	25 000	25 000	100 000	9,65	10,01	4,53	115	-/Ba2/BB+
ЯНАО	35002	07.12.16	06.12.23	20 000	20 000	53 900	9,37	9,71	3,08	91	BB+/-/BBB-
ХМАО-Югра	35001	19.12.16	18.12.23	6 000	6 000	41 000	9,15	9,47	4,17	103	BB+/Ba2/-
Калининградская область	34001	23.12.16	17.12.21	1 000	1 000	1 500	10,50	10,92	3,82	252	-/-/-
Иркутская область	34001	26.12.16	25.12.21	5 000	5 000	21 800	9,25	9,58	3,57	118	BB/-/-

*- доразмещение

Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

Большая часть размещений состоялась на фоне благоприятной конъюнктуры, при высоком спросе со стороны инвесторов, что позволяло эмитентам и организаторам займов снижать в ходе сбора заявок уровень процентных ставок по купонам от 15–20 до 30–80 б. п. Активность региональных эмитентов традиционно возросла во второй половине года – в это время становится более понятной ситуация с

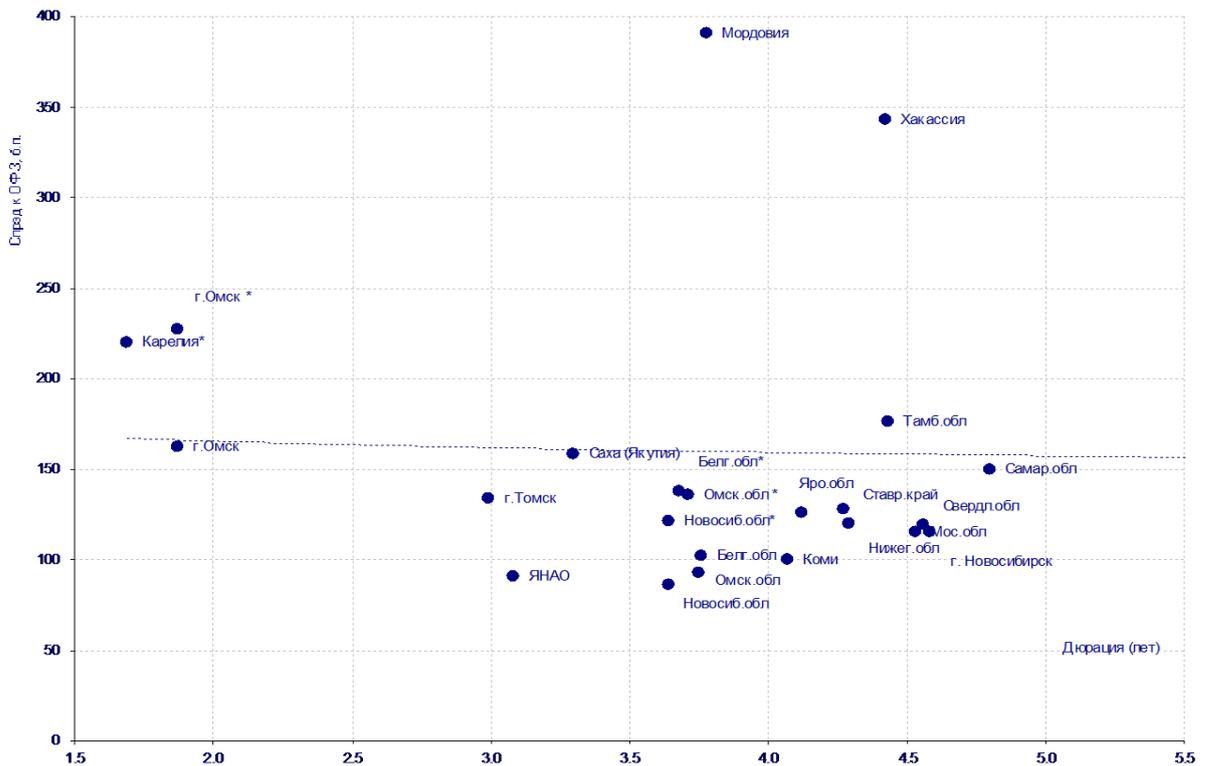


исполнением бюджета и более точно можно определить потребность в дополнительном финансировании дефицита бюджета.

Одним из главных событий 2016г. можно назвать успешное возвращение после 8-летней паузы на публичный долговой рынок Московской области, которая в конце ноября разместила облигационный заем в размере 25 млрд. руб. при спросе более 100 млрд. руб. Ставка купона по итогам сбора заявок была установлена на уровне 9,65% годовых (доходность к погашению – 10,01% годовых, спред к ОФЗ – 115 б. п.). В начале декабря, через 13 лет после погашения предыдущего займа, прошло размещение нового облигационного займа ЯНАО объемом 20 млрд. руб. В результате высокого спроса в ходе сбора заявок ставка купона застыла на отметке 9,37% годовых, что соответствовало доходности к погашению на уровне 9,71% и обеспечило достижение минимального спреда к ОФЗ в размере 91 б. п.

Основные параметры размещений субфедеральных и муниципальных облигаций в 2016 г. представлены на «карте» рынка первичных размещений (рис. 13).

Рисунок 13. Карта рынка первичных размещений субфедеральных облигаций в 2016 г.



*- доразмещение

Источник: расчеты БК «РЕГИОН»



Обороты вторичного рынка

По итогам 2016г. объем биржевых сделок с рублевыми облигациями превысил 9,814 трлн. руб., что на 7,6% выше показателя за 2015г. При этом максимальный рост объема сделок, составивший +37% к показателю предыдущего года, продемонстрировали ОФЗ, биржевой оборот по которым превысил 4,768 трлн. руб. На 0,9% к уровню предыдущего года вырос объем биржевых торгов с субфедеральными облигациями, составивший в 2016г. около 397,5 млрд. руб.

Единственным сектором рублевого долгового рынка, объем сделок в котором не смог превзойти результат предыдущего года, стали корпоративные облигации. Объем сделок с данными ценными бумагами составил около 4 648,6 млрд. руб., что на 11,4% ниже показателя за предыдущий год. При этом впервые объем торгов с ОФЗ превысил показатель по корпоративным облигациям: доля ОФЗ в суммарном обороте с облигациями составила 48,6% против 47,4% по корпоративному долгу. По итогам предыдущего года корпоративные облигации более чем на 19% опережали ОФЗ по данному параметру. На долю сделок с субфедеральными и муниципальными облигациями пришлось всего 4,0% от суммарного оборота против 4,3% по итогам 2015 г. (рис. 14).

Рисунок 14. Объем биржевых сделок с облигациями в 2012–2016 гг., млрд. руб.



Источники: Московская биржа, расчеты БК «РЕГИОН»

Среди ОФЗ наиболее активно торговался выпуск ОФЗ-ПД 26207 (являющийся «benchmarks» рынка государственных облигаций), суммарный объем сделок на основной сессии и в РПС Московской биржи составил около 614,7 млрд. руб. или около 13% от суммарного объема биржевых сделок с облигациями федерального займа. Второе место занял самый долгосрочный (с погашением в сентябре 2031г.) выпуск ОФЗ-ПД 29018, суммарный биржевой оборот по которому составил 390,2 млрд. руб. (8,2% от суммарного оборота). На третьем и четвертом местах оказались два выпуска ОФЗ-ПК серий 29011 и 29006, объемы сделок с которыми составили 375,4 и 325,3 млрд. руб. соответственно (7,9% и 6,8% от суммарного оборота). При этом на долю 10 наиболее активно торгуемых выпусков пришлось более 67% от суммарного оборота по государственным облигациям на Московской бирже.

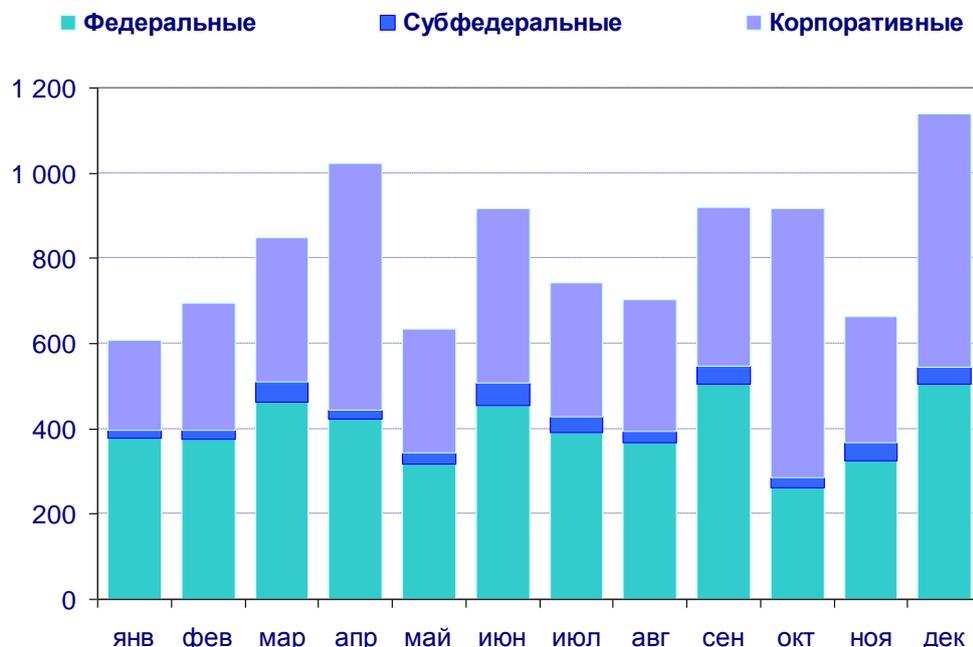
На рынке субфедеральных облигаций лидером по биржевому обороту в 2016г. был выпуск 48-й серии г.Москва, объем сделок на основной сессии и в РПС Московской биржи составил около 27,1 млрд. руб. или 6,8% от суммарного объема сделок с региональными облигациями. Порядка 20 млрд. руб. (с долей



около 5% рынка) составил оборот по облигациям выпуска НижгорОб11, который был размещен в июне 2016г. Также активно торговался размещенный в июле 2016г. выпуск СамарОбл12, объем сделок с которым составил 16,2 млрд. руб. или 4,2% от суммарного оборота. Четвертым (с оборотом 14,3 млрд. руб. или 3,6% рынка) и пятым (с оборотом 11 млрд. руб. или 2,8% рынка) стали два выпуска Красноярского края (КрасЯрКр10 и КраснЯрКр8). Объем сделок с облигациями ЯНАО, которые были размещены 7 декабря 2016г., составил около 10,1 млрд. руб. или 2,5% от суммарного оборота за год. При этом на долю 10 наиболее активно торгуемых выпусков пришлось около 35% от суммарного оборота по субфедеральным облигациям на Московской бирже.

Среди корпоративных облигаций наибольшие биржевые обороты в размере 59,7 и 48,9 млрд. руб. (1,3% и 1,1% от суммарного оборота по корпоративным облигациям) были зафиксированы по двум выпускам НК «Роснефть» 5 и 6 серий соответственно, правда, при этом на долю сделок в РПС пришлось 99,3% и 98,8% от суммарного объема. Около 37,5 млрд. руб. составил объем биржевых сделок с облигациями РЖД серии БО-07, при этом на сделки в основном режиме торгов пришлось более 22,174 млрд. руб. (59,2% от суммарного оборота), что является максимальным показателем среди корпоративных облигаций. Второе и третье место в режиме основных торгов заняли также облигации РЖД серий БО-17 и БО-03, объем сделок в данном режиме составил более 16,734 и 15,666 млрд. руб. соответственно (составившие 91,3% и 55,3% от суммарного объема биржевых сделок соответственно). К числу активно торговавшихся в 2016г. выпусков можно отнести: ЕврХимБ1Р1 (около 30,7 млрд. руб., в т.ч. 50% в РПС), ЕврХол1Р1R (около 30,2 млрд. руб., в т.ч. 59% в РПС), ВымпелКБО3 (около 27,5 млрд. руб., в т.ч. 55% в РПС). При этом на долю 10 наиболее активно торгуемых выпусков пришлось около 8,8% от суммарного оборота по корпоративным облигациям на Московской бирже, а половина суммарного оборота пришлась на сделки с 153 выпусками.

Рисунок 15. Объем вторичных торгов с облигациями в 2016г., ежемесячно в млрд. руб.



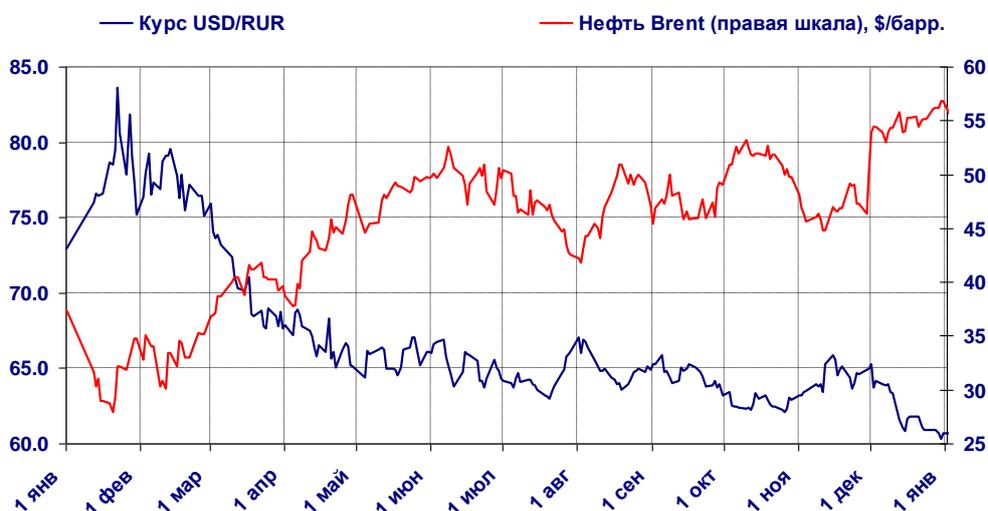
Источники: тоех.com, расчеты БК «РЕГИОН»



Конъюнктура рынка рублевых облигаций

При общем снижении доходности рублевых облигаций по итогам 2016 г. 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 колебание курса рубля, периоды бурного роста цен на облигации сменялись периодами коррекции или бокового тренда.

Рисунок 16. Официальный курс рубля и котировки фьючерсов на нефть марки Brent

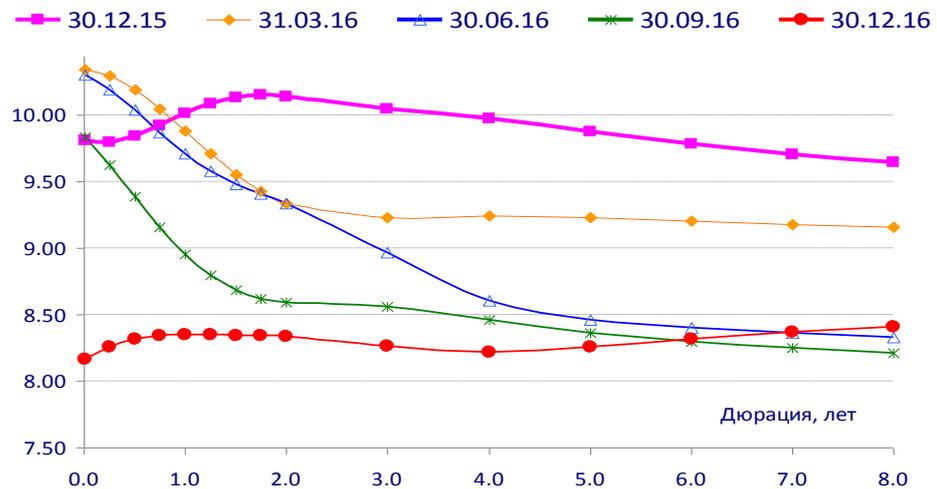


Источники: Банк России, REUTERS, БК «РЕГИОН»

На рынке ОФЗ стремительное восхождение цен наблюдалось с середины января по конец марта, в июне, а также с начала августа до начала сентября. Небольшие коррекции мы видели в апреле и июле, а самая затяжная негативная динамика цен длилась с середины сентября до начала декабря текущего года. Осенняя коррекция была обусловлена несколькими факторами, среди которых можно выделить заявление Банка России о продолжении проведения умеренно жесткой денежно-кредитной политики в ближайшее время, которая предполагает сохранение ключевой ставки на прежнем уровне до конца 2016г. и возможность осторожного пересмотра её в течение I и II кв. 2017 г. Ожидания более существенного снижения ключевой ставки Банком России (которое в текущем году составило всего 100 б. п.) были основным драйвером удорожания рублевых облигаций, однако жесткая позиция ЦБ РФ в данном вопросе «охладила» настрой многих инвесторов, в первую очередь – определенной части инвесторов-нерезидентов. В результате доходность долгосрочных облигаций, основными владельцами которых были нерезиденты, в ноябре вернулась и в отдельные дни даже превышала уровень 6-месячной давности (рис. 16). Однако в декабре ситуация на облигационном рынке вновь кардинально улучшилась на фоне роста цен на нефть после достижения договоренностей о снижении добычи нефти между ОПЕК и странами – экспортерами нефти и последовавшего за ним укрепления курса рубля. В результате к концу 2016г. доходность кратко- и среднесрочных выпусков ОФЗ достигла своих минимальных уровней за год. В долгосрочном сегменте ставки остановились на отметках, которые были на 20-30 б.п. выше минимальных уровней, показанных в начале сентября прошлого года. (рис.17).



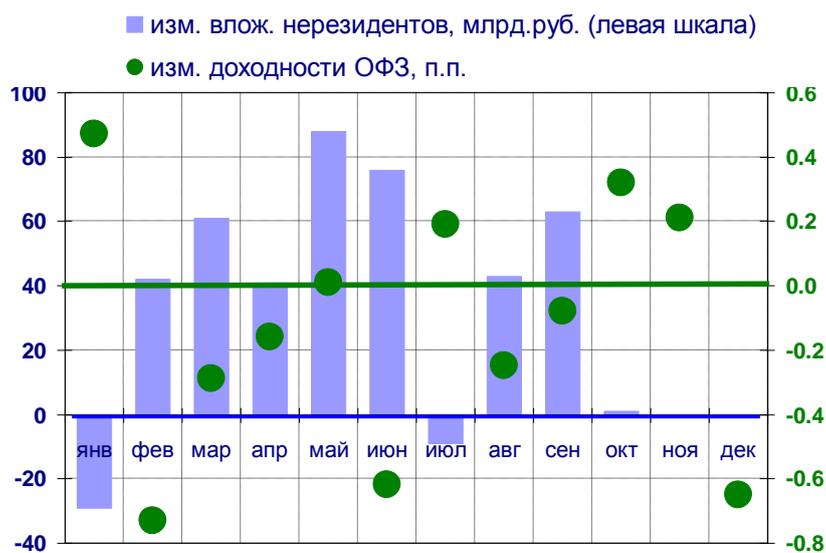
Рисунок 17. G-кривая бескупонной доходности ОФЗ в 2016 г.



Источники: toex.com, БК «РЕГИОН»

По данным Банка России, по состоянию на 1 ноября 2016 г. доля вложений нерезидентов на рынке ОФЗ составляла 26,8% при объеме инвестиций около 1 448 млрд. руб., что означает их прирост на 377 млрд. руб., или +35,2%, к началу 2016 г. По нашим оценкам, именно действия инвесторов - нерезидентов в немалой степени определяли конъюнктуру на рынке ОФЗ, в первую очередь в сегменте средне- и долгосрочных ОФЗ-ПД, доля вложений нерезидентов в которые оценивается нами в размере порядка 50% (рис. 18).

Рисунок 18. Изменение доли вложений нерезидентов и доходности ОФЗ в 2016 г.



Источник: расчеты БК «РЕГИОН».



В 2016 г. положительное влияние на динамику рублевых облигаций продолжили оказывать данные по инфляции. После небольшого увеличения годовых темпов инфляции в июле текущего года до 7,5% в дальнейшем наблюдалось устойчивое снижение данного показателя, который по итогам 2016г. составил 5,4% в годовом выражении. При этом вполне реальным становится вероятность его снижения до таргетируемого регулятором уровня 4% к концу 2017г. (рис. 19).

Рисунок 19. Годовая инфляция и ключевая ставка Банка России, %



Источники: Банк России, Росстат.

Рост котировок и сокращение доходности на рынке корпоративных и субфедеральных облигаций в текущем году продолжались на фоне сужения спреда к ОФЗ. Прежде всего, спросом пользовались бумаги заемщиков с высоким кредитным качеством. Средняя доходность в данных секторах потеряла с начала текущего года 1,70 и 2,32 п. п. соответственно против 1,56 п. п. в среднем по ОФЗ.

Рисунок 20. Средняя доходность рублевых облигаций и ключевая ставка ЦБ РФ в 2016 г.



Источники: Банк России, индексы облигаций агентства Sbonds.ru, БК «РЕГИОН»



Инвестиционная привлекательность

Инвестиции на рынке ОФЗ, показавшие по итогам 2016 г. средний доход в размере 15,76% (против 29,38% годовых по итогам 2015 г.), сохранили свои лидирующие позиции среди остальных сегментов долгового рынка, опередив на 3,76% и 4,25% доходы на рынках субфедеральных и корпоративных облигаций. При этом нельзя не отметить, что в прошедшем году рост доходов от вложений в ОФЗ и другие сегменты долгового рынка замедлился по сравнению с предыдущим годом. При этом инвестиции на фондовом рынке вновь оказались более прибыльными, чем на долговом рынке. Вместе с тем положительные результаты были достигнут всеми инструментами фондового и долгового рынков, которые в 2–5 раза превысили уровень инфляции за тот же период (см. таблицу). Долларовая доходность вложений в долговые инструменты по итогам года в среднем составила в пределах 28,2-32,5% годовых.

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

Инструмент	Период					
	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Рынок облигаций						
Государственные (ОФЗ)	15.76%	29.38%	-14.36%	3.80%	14.65%	5.79%
Субфедеральные	12.00%	16.17%	-4.49%	7.79%	7.46%	4.71%
Корпоративные	11.51%	18.56%	-1.43%	8.81%	8.57%	6.18%
Рынок акций						
Индекс ММВБ	25.69%	26.12%	-9.32%	4.43%	5.17%	-16.93%
Валютный рынок						
долл. США	-16.77%	22.99%	81.06%	7.76%	-5.14%	5.06%
евро	-19.93%	16.61%	51.97%	11.79%	-2.85%	2.66%
бивалютная корзина	-18.27%	19.33%	66.45%	9.85%	-3.96%	3.82%
Инфляция (справочно)						
ИПЦ	5.40%	12.90%	11.40%	6.50%	6.60%	6.10%

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

Максимальный доход на рынке ОФЗ показали самые долгосрочные выпуски. Так, например, возврат на инвестиции в ОФЗ-ПД 26212 с текущей дюрацией 7,47 года составил 53,3% за год, несколько меньший доход (47,9%) можно было получить при покупке ОФЗ-ПД 26207. Максимальный доход по коротким выпускам (со сроком обращения около 2 лет при покупке) составил порядка 29,5-29,7% за год.

Таблица. Доход за 2016г. от инвестиций в отдельные выпуски ОФЗ

Срок обращения*, лет	Выпуск	Дюрация, лет	Доход за год, %
<10	ОФЗ 26212	7.47	52.3%
	ОФЗ 26207	6.87	47.9%
5 - 10	ОФЗ 26215	5.24	46.7%
	ОФЗ 26209	4.48	47.2%
3 - 5	ОФЗ 26205	3.68	44.3%
	ОФЗ 46018	3.50	30.3%
2 - 3	ОФЗ 26210	2.71	41.5%
	ОФЗ 26216	2.21	37.7%
> 2	ОФЗ 26204	1.15	29.5%
	ОФЗ 25081	1.04	29.7%

* на момент покупки

Источники: расчеты БК «РЕГИОН»



«Защитные» выпуски ОФЗ-ПК могли принести своим владельцам более скромный доход за прошлый год: порядка 15,3% - выпуск 29006, 11,3% и 11,9% - выпуски 24018 и 29011 соответственно. Более высокий доход по выпуску 29006 обеспечил рост цены, составивший 4,1 п.п. Изменение цены выпуска ОФЗ-ПК 29011 составило +0,73 п.п., а по выпуску ОФЗ-ПК 24018 было зафиксировано снижение на 0,3 п.п.

На рынке субфедеральных облигаций максимальный доход в размере порядка 47% показал выпуск облигаций Москвы 48-й серии. В пределах 32-42% обеспечили вложения в целый ряд малоликвидных выпусков 2013г: Оренбургской, Смоленской, Кемеровской и Нижегородской областей. Из относительно более ликвидных в прошлом году выпусков можно отметить облигации КраснЯрКр8, которые показали годовой доход в размере 29%.

На рынке корпоративных облигаций максимальный доход, составивший 42,3% и 38,6%, принесли вложения в облигации Башнефти серий 07 и 09 соответственно. Возврат на инвестиции за 2016г. в биржевые облигации ВЭБа 4 и 14 серий 37,9% и 34,4% соответственно, АИЖК 15обл – около 29%, Газпром нефть 10-й серии – более 27%.

Рейтинговые действия, рейтинговая индустрия

В течение 2016 года международные рейтинговые агентства в ходе плановых пересмотров суверенных рейтингов России предпринимали следующие рейтинговые действия:

Standard & Poor's Rating Services дважды 17 февраля и 18 марта подтверждало кредитный рейтинг России «BB+» с «негативным» прогнозом, а 16 сентября пересмотрело прогноз по нему с «негативного» на «стабильный», сохранив при этом сам рейтинг на уровне «BB+».

Moody's Investors Service 4 марта поставило кредитный рейтинг России «Ba1» на пересмотр на понижение, который 22 апреля был подтвержден с сохранением «негативного» прогноза. В марте агентство объявило об отзыве рейтингов по национальной шкале из-за изменений в российском законодательстве, регулирующем рейтинговую деятельность.

Fitch Ratings в ходе планового пересмотра 15 апреля подтвердило страновой рейтинг на уровне «BBB-», сохранив «негативный» прогноз. В последующем 14 октября прогноз был повышен до «стабильного».

Таким образом, в течение 2016 года два агентства «большой тройки» (S&P и Fitch) улучшили свои прогнозы по суверенному рейтингу России с «негативного» до «стабильного». Есть основания полагать, что в 2017г. улучшение экономических перспектив также найдет отражение в рейтинговых действиях агентств.

Календарь плановых пересмотров суверенных кредитных рейтингов России в 2017 г. агентствами «большой тройки»

Агентство	Первый пересмотр	Второй пересмотр
Standard & Poor's	17.03.2017	15.09.2017
Moody's	н/д	н/д
Fitch	31.03.2017	22.09.2017

Источники: данные агентств

Реализуемая в России реформа рейтингового рынка предусматривает ряд кардинально новых подходов к работе кредитных рейтинговых агентств, один из которых предусматривает их обязательную



аккредитацию Банком России. В августе 2016г. первым рейтинговым агентством, включенным в реестр кредитных рейтинговых агентств Банка России в соответствии с Федеральным законом № 222-ФЗ стало АКРА, в декабре 2016г. также было аккредитовано агентство «Эксперт РА».

В конце декабря 2016г. – в начале января 2017г. регулятор принял ряд решений, расширив перечень рейтинговых агентств, рейтинги которых будут использованы для регулирования деятельности страховых, управляющих компаний, негосударственных пенсионных фондов, для включения в котировальный список первого (высшего) уровня организатора торгов, для инвестирования средств пенсионных накоплений и накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих. На текущий момент Банком России установлен следующий перечень рейтинговых агентств: S&P Global Ratings, Fitch Ratings, Moody's Investors Service, Акционерное общество «Рейтинговое агентство «Эксперт РА» (АО «Эксперт РА»), Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество) (АКРА (АО)).

Российские рейтинговые агентства, которые не получили аккредитацию в ЦБ, с 13 января 2017г. не будут осуществлять рейтинговую деятельность в отношении кредитных рейтингов до момента включения в реестр кредитных рейтинговых агентств, сообщило в январе 2017г. агентство CBonds со ссылкой на пресс-службы рейтинговых агентств. АК&М и НРД продолжают деятельность по присвоению и актуализации некредитных рейтингов. Мониторинг кредитных рейтингов АК&М, действовавших на 12.01.2017, будет осуществляться в непубличном порядке. «Рус-Рейтинг» принял решение отозвать порядка 90 кредитных рейтингов в связи с невозможностью их дальнейшей актуализации. На начало января т.г. рейтинговые агентства изучают основания отказа в аккредитации и в ближайшее время планируют представить в Банк России повторные заявки на включение в реестр с обновленным комплектом документов.

Все рейтинговые агентства, работающие в России, должны получить аккредитацию ЦБ и попасть в реестр регулятора по закону «О деятельности кредитных рейтинговых агентств» (222-ФЗ), который вступил в силу в июле 2015 года. Присутствие в реестре ЦБ является обязательным условием ведения деятельности по присвоению кредитных рейтингов по национальной шкале.

Переходный период для иностранных рейтинговых агентств установлен до 13 июля 2016 года, после окончания которого, в случае отсутствия аккредитации, присваивание рейтингов по национальной шкале будет считаться неправомочным. В данном случае принципиальным для аккредитации условием является осуществление рейтинговой деятельности через зарегистрированные дочерние структуры. На текущий момент соответствующая процедура инициирована всеми агентствами «большой тройки».



Перспективы 2017 года

Ситуация на рынке рублевых облигаций в 2017 г. будет складываться под влиянием многих внешних и внутренних факторов, действие большинства из которых наблюдается уже сейчас и может сохраниться не только в следующем году, но и на более длительную перспективу.

Среди внешних факторов можно выделить: геополитические риски, непредсказуемость экономической политики после прошедших президентских выборов в США, неопределенность в отношении дальнейшей денежно-кредитной политики ведущих центральных банков (прежде всего ФРС США, ЕЦБ, Банка Англии, Банка Японии), отсутствие уверенности в исполнении договоренности стран ОПЕК и независимых стран – экспортеров нефти по снижению ее добычи, и соответственно, сохранение неясной динамики цен на нефть.

Что касается возможного влияния внутренних факторов, то нельзя не отметить отсутствие однозначных ответов на многие вопросы. Сможет ли экономика страны выйти в следующем году на траекторию роста? Как будет исполняться федеральный бюджет, сможет ли Минфин РФ разместить весь объем ОФЗ в рамках утвержденного объема чистых внутренних заимствований на сумму 1,05 трлн. руб.? Будет ли достаточным спрос со стороны российских и иностранных инвесторов на такой объем и как это может отразиться на ставках государственных облигаций? Как долго продлится умеренно жесткая денежно-кредитная политика Банка России, когда стоит ждать снижения ключевой ставки в 2017 г.?

Вместе с тем, несмотря на наличие большой неопределенности, мы рассматриваем два сценария развития ситуации на рынке облигаций в 2017г.: базовый или оптимистичный сценарий и негативный сценарий, основные параметры которых и принятые в них допущения представлены в таблицах.

Прогноз основных макроэкономических показателей в 2017г.

Параметры	Базовый сценарий	Негативный сценарий
Нефть Urals, \$/баррель	55,0 - 60,0	45,0 - 50,0
Курс, \$/руб.	55,0 - 60,0	65,0 - 70,0
Инфляция, %, г/г	4,2-4,4	4,75 - 5,25
Ключевая ставка ЦБ РФ, % годовых	8,0 - 8,5	9,0 - 9,5

Допущения, принятые в сценариях

	Базовый сценарий	Негативный сценарий
Геополитический фон	Нейтральный / Умеренно позитивный	Умеренно негативный
Нефть	Страны ОПЕК и страны экспортеры выполняют договоренности о снижении добычи, устанавливается баланс спроса и предложения	Несоблюдение договоренности членов ОПЕК и стран экспортеров нефти, быстрое восстановление предложения сланцевой нефти
Курс рубля	Высокие цены на нефть – основа поддержки рубля. ФРС США поднимает ставку всего один раз. ЕЦБ и Банк Японии сохраняют мягкую денежно-кредитную политику. Новые секторальные санкции не вводятся	Слабая нефть давит на рубль. ФРС США более агрессивно поднимает учетную ставку. ЕЦБ и Банк Японии сохраняют мягкую денежно-кредитную политику. Новые секторальные санкции не вводятся.
Инфляция	Инфляция снижается в соответствии траекторией, обеспечивающей приближение к цели Банка России	Колебания курса рубля и отсутствие экономического роста не позволяют Банку России достичь цели по снижению



		инфляционных ожиданий
Ключевая ставка	В течение года плавное снижение в пределах 150-200 б.п. Обеспечение условий в следующем году выхода на спрэд 250 -300 б.п. к инфляции	Сохранение Банком России умеренно жесткой ДКП. Осторожное снижение ключевой ставки на 50-100 б.п.

Прогноз основных показателей рынка рублевых облигаций

Параметры	Базовый сценарий	Негативный сценарий
Инфляция, %, г/г	4,20 - 4,40	4,75 - 5,25
Ключевая ставка ЦБ РФ, % годовых	8,00 – 8,50	9,00 - 9,50
Доходность ОФЗ, 10 лет	7,00 - 7,50	8,00 - 8,50
Доходность субфедеральных облигаций, 1 эшелон	8,00 - 8,50	9,50 - 10,00
Доходность корпоративных облигаций, 1 эшелон	7,50-8,00	9,00 - 9,50

В соответствии с базовым сценарием в 2017г. мы ожидаем снижения в соответствии с прогнозными оценками инфляции и ключевой ставки Банка России, что обеспечит аналогичную динамику процентных ставок во всех сегментах рынка рублевых облигаций. Это станет основой сохранения высокого спроса на рублевые облигации (прежде всего на ОФЗ и корпоративных эмитентов с высоким кредитным качеством) со стороны иностранных инвесторов и российских банков. Позитивным фактором для рынка может стать ожидаемый структурный профицит банковской системы. В качестве негативного момента можно отметить отсутствие крупного притока «свежих» денег в НПФ и УК из-за сохранения решения на следующий год о «замораживании» пенсионных накоплений, но при этом ожидается порядка 300 млрд. руб. в первом квартале 2017г. в результате перевода средств граждан из ПФР. Также мы ожидаем, что большая часть средств, полученных от выплат купонов, амортизаций и погашений, оцениваемых нами на уровне более 2,5 трлн. руб., будут реинвестированы в инструменты долгового рынка. Кроме того можно надеяться, что высокий спрос позволит реализовать увеличенные планы Минфина РФ заимствования на внутреннем рынке (более 1,55 трлн. руб.) без негативных последствий для рынка рублевых облигаций в целом. Спрос на субфедеральные и корпоративные облигации 2 и 3 эшелонов будет поддержан со стороны средних и мелких банков, а также со стороны институциональных инвесторов (НПФ, УК, страховых компаний и т.п.), для которых основным фактором привлекательности будет удовлетворительное кредитное качество при относительно более высокой доходности.

Согласно негативному сценарию, снижение цен на нефть, некоторое ослабление и волатильность курса рубля, умеренно жесткая денежно-кредитная политика Банка России наряду с другими негативными факторами могут снизить интерес инвесторов к рублевым долговым инструментам. На фоне умеренных темпов снижения ключевой ставки доходность ОФЗ может сохраниться в целом на прежнем уровне, реагируя на снижение ставки лишь на коротком конце кривой. На рынке корпоративных облигаций мы не исключаем даже некоторого повышения доходности облигаций 2 и 3 эшелонов на фоне существенного сокращения спроса со стороны инвесторов. Первичные размещения могут проходить неравномерно, а во время т.н. «окон» относительно благоприятной конъюнктуры с предложением эмитентами «премий» к рынку для удачного размещения. Вместе с тем, негативный сценарий не предполагает существенного роста процентных ставок и резкого оттока инвесторов с рынка рублевых облигаций, ожидания которых относительно возможного улучшения ситуации на рынке и продолжения снижения процентных ставок будут основой для консолидации рынка на текущих уровнях.



БК «РЕГИОН»

Адрес: ул. Шаболовка, д.10, корпус 2, бизнес-центр "Конкорд"
Многоканальный телефон: (495) 777 29 64
Факс: (495) 7772964 доб. 234

WWW.REGION.RU
REUTERS: REGION
BLOOMBERG: RGNM

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

Игорь Панков (доб. 138, pankov@region.ru)
Владислав Владимирский (доб. 268, vlad@region.ru)
Дарья Грищенко (доб.185, grischenko@region.ru)
Екатерина Шилаева (доб. 253, shilyaeva@region.ru)
Татьяна Тетеркина (доб. 112 , Teterkina@region.ru)

АНАЛИТИКА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ

Александр Ермак (доб. 405, aermak@region.ru)
Юлия Гапон (доб. 294, 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.