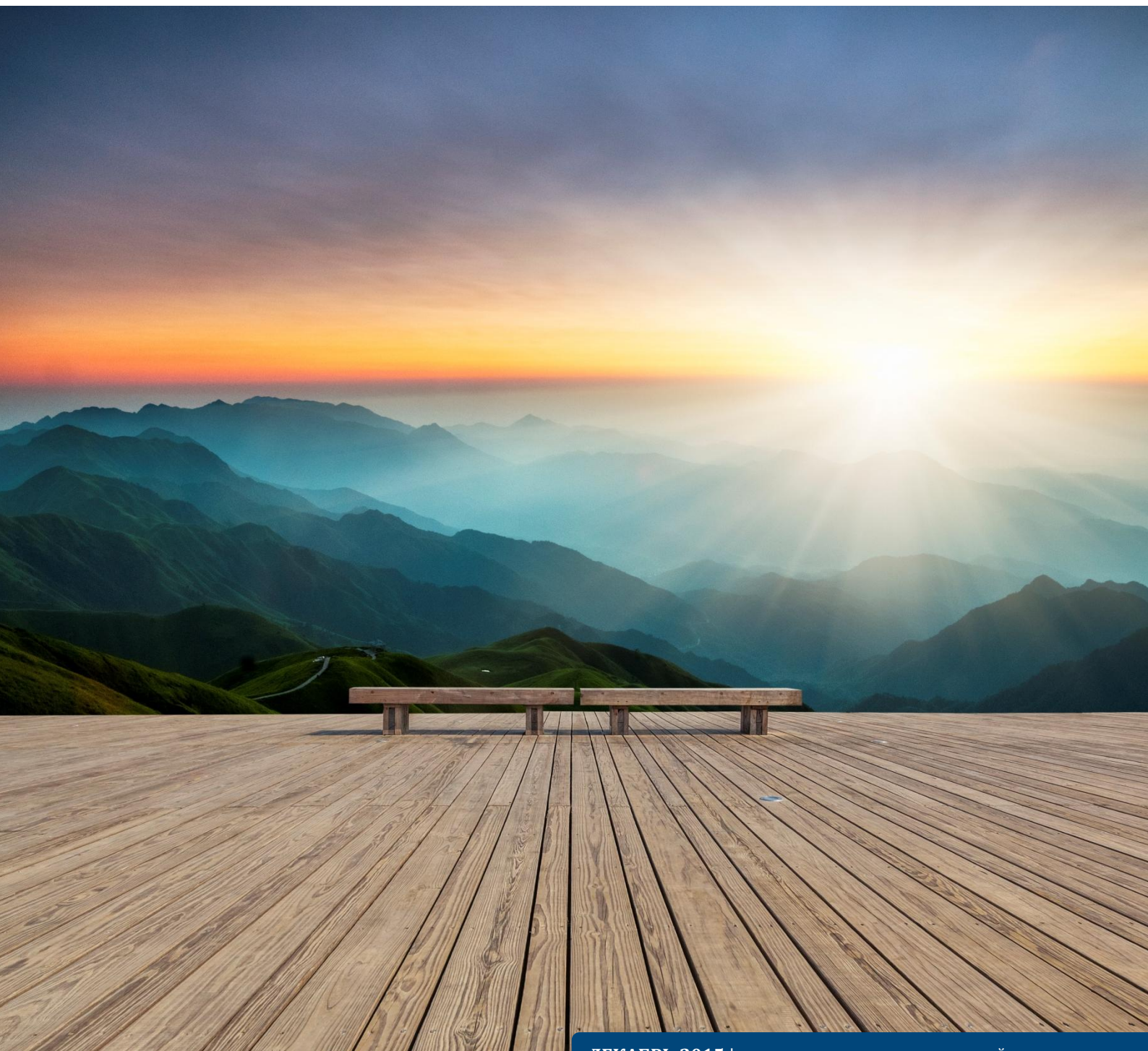




**ГАЗПРОМБАНК**



ДЕКАБРЬ 2015 | ДЕПАРТАМЕНТ АНАЛИЗА РЫНОЧНОЙ КОНЪЮНКТУРЫ

# **Стратегия долговых рынков-2016**

В ожидании — золото



# Стратегия на 2016 год

В ожидании — золото

- ▶ **К концу 2016 года инфляция в нашем базовом сценарии замедлится до 8,2% г/г**, что позволит Банку России продолжить курс на смягчение денежно-кредитной политики. В нашем базовом прогнозе в 2016 году средний курс USD/RUB ожидается на отметке 65,1 руб., что соответствует средней цене на нефть марки Brent на уровне 50 долл./барр.
- ▶ **Банк России возобновит снижение ключевой ставки в 2К16.** Приоритетом денежно-кредитной политики в 2016 году останется борьба с инфляцией. Понижению ключевой ставки в 1К16 будут препятствовать повышенные инфляционные риски и высокая волатильность на финансовых рынках/ Мы полагаем, что в 2П16 Банк России будет планомерно понижать ключевую ставку, и на конец 2016 года она составит 8%, что будет соответствовать уровню инфляции.
- ▶ **Доходности ОФЗ последуют за ключевой ставкой.** В настоящий момент короткий конец кривой ОФЗ закладывает снижение ключевой ставки ЦБ на 50 б.п., мы ожидаем снижения на 300 б.п. до конца 2016 г. Доходности ОФЗ опустятся на 170 б.п. на среднесрочном участке, на 40 б.п. на дальнем отрезке и на 260 б.п. на коротком отрезке дюрации, что позволит восстановить «нормальную» форму кривой.
- ▶ **ОФЗ в 2016 г. могут обеспечить 12-19% совокупного дохода.** После «рекордного» 2015 г., когда вложения в рублевые госбумаги принесли более 30%, в следующем году ОФЗ по-прежнему дадут инвесторам возможность неплохо заработать: совокупный доход для бумаг с фиксированным купоном может составить 12-19%. ОФЗ-ИН, по нашим прогнозам, могут принести ~14% совокупного дохода. Инфляционные бумаги выглядят еще более привлекательно, если принять во внимание существенную премию за неопределенность инфляции в России.
- ▶ **Источники спроса для локального рынка долга: пенсионная система и банки.** НПФ останутся важным игроком долгового рынка благодаря перераспределению средств бывших «молчунов» из ГУК ВЭБ, изменению структуры активов и инвестиционным доходам. Кроме того, рублевые облигации останутся привлекательной альтернативой кредитам для банков. Дополнительные стимулы спроса на рублевые бонды – изменения в банковском регулировании и ожидаемые налоговые льготы, которые могут способствовать сужению спредов корпоративных бумаг к ОФЗ.

**Алексей Демкин, СФА**

+7 (495) 980 43 10 (доб. 5 43 10)  
Alexey.Demkin@gazprombank.ru

**Гульнара Хайдаршина, к.э.н.**

+7 (495) 983 17 25  
Gulnara.Khaidarshina@gazprombank.ru

**Яков Яковлев**

+7 (495) 988 24 92  
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru

**Артем Бекетов**

+7 (495) 287 61 00 (доб. 5 40 74)  
Artem.Beketov@gazprombank.ru

**Евгений Хилинский**

+7 (495) 287 61 00 (ext. 5 16 43)  
Evgeniy.Khilinskiy@gazprombank.ru

## СОДЕРЖАНИЕ

|                                                                                                      |           |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Макроэкономические тенденции 2016 года: фокус на дефицит бюджета и инфляцию .....</b>             | <b>3</b>  |
| Прогноз макроэкономических тенденций на 2016 год .....                                               | 4         |
| 1. Инфляционные факторы и их смещение в 2016 году .....                                              | 4         |
| 2. Оценка возможных рейтинговых действий в отношении российского суверенного долга в 2016 году ..... | 8         |
| Рынок ОФЗ в 2015 г.: год рекордов .....                                                              | 9         |
| Предложение ОФЗ в 2015 г.: Минфин расширил линейку инструментов .....                                | 10        |
| Рынок ОФЗ в 2016 г.: потенциал снижения доходностей среднесрочных бумаг — более 1,5 п.п. ....        | 11        |
| «Линейка» ОФЗ: наши фавориты — бумаги с фиксированным купоном и ОФЗ-ИН .....                         | 14        |
| Локальный рынок: источники спроса в 2016 г. ....                                                     | 16        |
| Пенсионная система: источники «длинных денег» в 2015-2016 гг. ....                                   | 18        |
| Банки останутся крупными игроками рынка рублевых бондов .....                                        | 19        |
| Кредитные спреды: ожидаем небольшого сужения во втором полугодии 2016 г. ....                        | 21        |
| <b>Приложение 1. Прогнозы ключевых макроэкономических индикаторов .....</b>                          | <b>22</b> |
| <b>Приложение 2. статистика рынка облигаций .....</b>                                                | <b>23</b> |
| <b>Приложение 3. Налоговые льготы для резидентов РФ по налогу на купонный доход в 2016 г. ....</b>   | <b>24</b> |
| <b>Приложение 4. Изменения в банковском регулировании (Базель 3) .....</b>                           | <b>25</b> |

## МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ТЕНДЕНЦИИ 2016 ГОДА: ФОКУС НА ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА И ИНФЛЯЦИЮ

Рынок госдолга, наряду с Резервным фондом, остается одним из ключевых источников финансирования дефицита бюджета. При низких ценах на нефть риски превышения запланированного уровня дефицита бюджета (3% ВВП или 2,36 трлн руб.) в 2016 году возрастают. В условиях необходимости предотвращения полного расходования Резервного фонда к концу 2016 года, при сохранении неблагоприятной конъюнктуры на рынке нефти, вероятен рост объема государственных заимствований на внутреннем рынке (в том числе за счет привлечения внешних инвесторов).

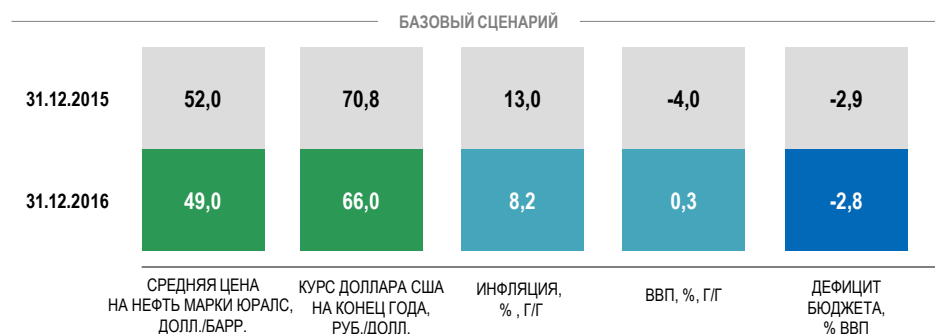
В соответствии с Бюджетной политикой на 2015-2017 гг., ориентиром для максимального уровня долговой нагрузки является отношение государственного долга к ВВП на уровне 15-20% ВВП и расходы на обслуживание долга — не более 10% расходов федерального бюджета. Долговая нагрузка России является низкой (по нашим оценкам, на конец 2015 года отношение госдолга к ВВП составит 13,8% и расходы на обслуживание внутреннего и внешнего долга — 3,7% расходов федерального бюджета), что создает «буфер» для дополнительных государственных заимствований. Тем не менее значительные объемы размещений госбумаг без привлечения внешних инвесторов могут вытеснить заемщиков корпоративного и финансового секторов в силу ограниченной емкости внутреннего рынка.

Российская экономика адаптировалась к функционированию в условиях повышенных процентных ставок, и мы ожидаем, что в 2016 году позитивное влияние на объемы заимствований на внутреннем рынке окажет также замедление спада инвестиционной активности в российской экономике. Мы ожидаем, что основными драйверами выступят восстановление цен на нефть в 2П16, рост экспорта, снижение стоимости заимствований на фоне постепенного смягчения денежно-кредитной политики, замедление оттока капитала, сокращение издержек компаний в 2015-2016 гг., а также государственная поддержка.

В 2015 году в рамках денежно-кредитной политики приоритет был отдан борьбе с ростом цен. Мы полагаем, что в условиях сохранения повышенных инфляционных рисков в российской экономике инфляция сохранит за собой роль ключевого макроэкономического ориентира для участников долгового рынка в 2016 году.

В связи с наличием предпосылок для дальнейшего снижения цен на нефть в 1К16 после заседания ОПЕК (4 декабря), на котором было принято решение придерживаться текущих уровней добычи, мы пересмотрели наши макропрогнозы (см. Стратегия рынка акций—2016: [«Зыбкий мост к росту»](#)) в более консервативную сторону (Диаграмма 1).

**Диаграмма 1. Прогноз ключевых макроэкономических индикаторов на 2015-2016 гг.**



Источник: Газпромбанк, ИЭФ

Гульнара Хайдаршина, к.э.н.  
+7 (495) 983 17 25  
Gulnara.Khaidarshina@gazprombank.ru

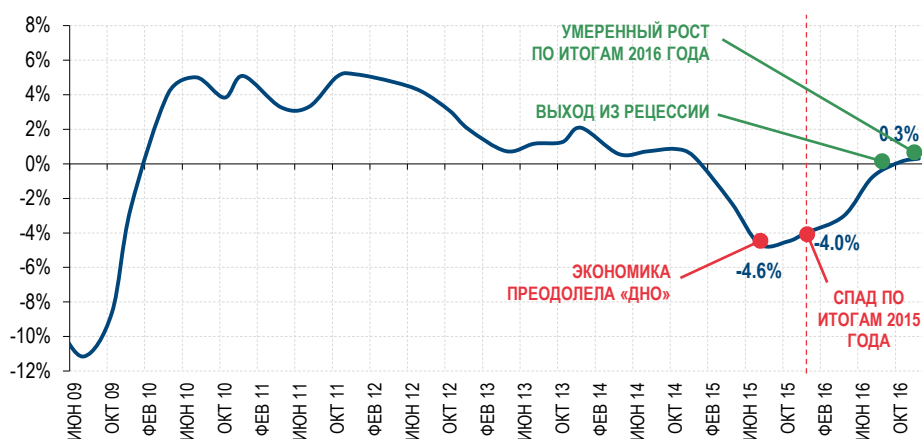
Евгений Хилинский  
+7 (495) 287 61 00 (ext. 5 16 43)  
Evgeniy.Khilinskiy@gazprombank.ru

## Прогноз макроэкономических тенденций на 2016 год

В соответствии с нашим прогнозом, темпы снижения ВВП России в 2015 году составят порядка 4% г/г (Диаграмма 1) под воздействием падения внутреннего спроса и замедления инвестиционной активности.

В 2016 году, по нашим оценкам, российская экономика будет медленными темпами выходить из состояния рецессии. С учетом того, что мы ожидаем сохранения неблагоприятной конъюнктуры цен на нефть в 1К16 и продления паузы в смягчении денежно-кредитной политики до 2К16, мы скорректировали наш прогноз темпа прироста ВВП в 2016 году: 0,3% (Диаграмма 2) против 0,8% в соответствии с нашим предыдущим прогнозом.

**Диаграмма 2.** Динамика ВВП России, г/г



Источник: Газпромбанк, ИЭФ

Согласно нашим прогнозам, важным фактором замедления спада российской экономики в 2016 году и возврата к постепенному росту выступит восстановление запасов под воздействием ожиданий производителями роста внутреннего спроса. В отраслевом разрезе восстановлению экономики будет способствовать в целом нейтральная динамика добычи нефти и газа, позитивная динамика добычи угля, пищевой промышленности, химии, сельского хозяйства, а также менее выраженная отрицательная динамика в обрабатывающих производствах и металлургии. Тем не менее, в условиях относительно низких цен на нефть на фоне слабых внутренних движущих факторов роста в российской экономике, возврат к положительным показателям прироста ВВП мы ожидаем не ранее 3К16.

Мы считаем, что восстановление российской экономики будет идти умеренными темпами по форме «L-кривой».

### 1. Инфляционные факторы и их смещение в 2016 году

Во второй половине декабря 2015 года российская экономика функционировала в условиях повышенных инфляционных рисков. Несмотря на тенденцию к снижению, которая наметилась в октябре 2015 года, базовая инфляция и индекс потребительских цен сохранялись в первой половине декабря на высоком уровне.

Для построения среднесрочных прогнозов по инфляции и ключевой ставке мы использовали сценарный подход (Таблица 1).

В рамках базового сценария, мы снизили наш прогноз средних цен на нефть марки Brent на 2016 год с 57,5 долл./барр. до 50 долл./барр. Мы ожидаем, что цена на нефть продолжит снижение в 1К16, после чего начнет восстанавливаться и к концу года стабилизируется на уровне 60 долл./барр.

Оптимистичный сценарий базируется на средней цене на нефть марки Brent в 2016 году на уровне 70 долл./барр., пессимистичный предполагает снижение до среднего уровня 30 долл./барр.

Все сценарии, за исключением пессимистичного, базируются на умеренно жесткой денежно-кредитной политике Банка России. Пессимистичный сценарий предполагает резкое ухудшение макроэкономических условий и, как следствие, необходимость реализации жестких мер денежно-кредитной политики.

**Таблица 1. Краткая характеристика сценариев прогноза инфляции и ключевой ставки на 2016 год**

| СЦЕНАРИЙ       | СРЕДНЯЯ ЦЕНА НА НЕФТЬ<br>МАРКИ BRENT, \$/БАРР. | ДКП                     |
|----------------|------------------------------------------------|-------------------------|
| Пессимистичный | 30,0                                           | Жесткая                 |
| <b>Базовый</b> | <b>50,0</b>                                    | <b>Умеренно жесткая</b> |
| Оптимистичный  | 70,0                                           | Умеренно жесткая        |

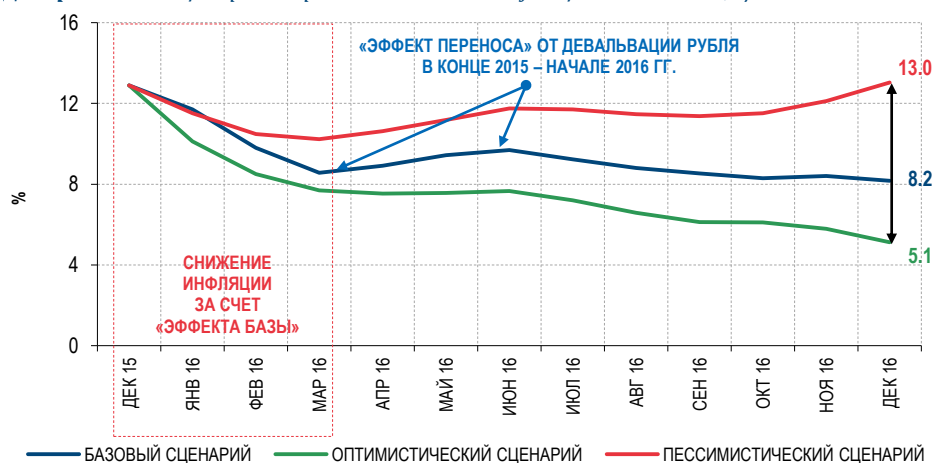
Источник: Газпромбанк

В соответствии с базовым сценарием, инфляция в 2016 году — после незначительного роста в 2К16 в связи с «эффектом переноса» от девальвации рубля под давлением цен на нефть (Диаграмма 3) — будет постепенно снижаться в 2П16 и к концу года достигнет 8,2% г/г.

Все рассматриваемые сценарии предполагают, что наиболее существенное снижение инфляции будет наблюдаться в 1К16 (до 8,6% г/г в соответствии с базовым сценарием), что объясняется смещением базы для расчета инфляции в сторону относительно высоких цен 1К15 и соответствует оценкам Банка России. При этом, в случае сохранения низких цен на нефть, дальнейшего давления на российскую валюту и переноса девальвации рубля на индекс потребительских цен, сохраняются риски более медленного снижения инфляции в 2-4К16 по сравнению с прогнозами.

Снижение инфляции в 1К16, согласно пессимистичному сценарию, объясняется «запаздыванием» эффекта переноса девальвации рубля под воздействием резкого снижения цен на нефть с временным лагом порядка 4 месяцев. По истечении данного периода пессимистичный сценарий предполагает планомерное повышение инфляции, начиная с апреля 2016 года, в отличие от базового и оптимистичного сценариев.

**Диаграмма 3. Сценарный прогноз динамики инфляции на 2016 год, г/г**

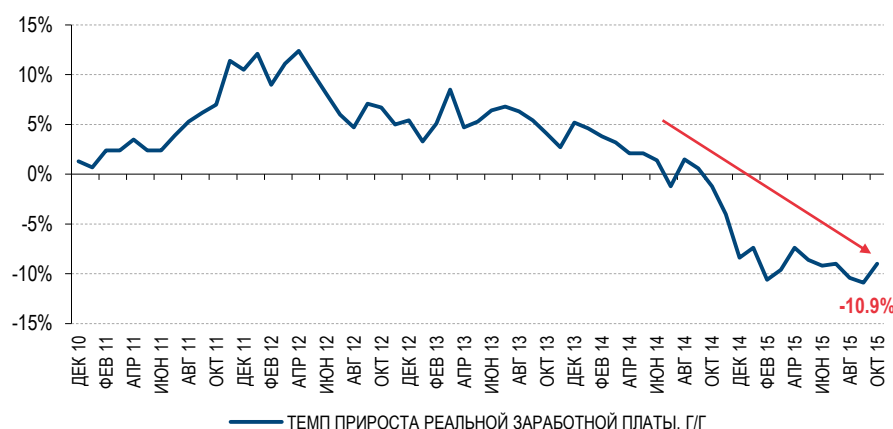


Источник: Газпромбанк, ИЭФ

Мы ожидаем, что в 2016 году влияние на инфляцию окажут следующие ключевые факторы:

- **Внутренний спрос.** В условиях «охлаждения» экономики наблюдается замедление внутреннего спроса, которое, по нашим оценкам, оказывало сдерживающее воздействие на инфляцию в 2015 году. Наряду со спадом производственной активности снижению внутреннего спроса в российской экономике способствует резкое уменьшение реальной заработной платы (Диаграмма 4). Учитывая, что, по нашим оценкам, восстановление российской экономики в 2016 году будет происходить низкими темпами, рост внутреннего спроса будет слабым и возобновится в конце 2016 – начале 2017 года. Мы ожидаем, что низкий внутренний спрос будет оказывать сдерживающее воздействие на инфляцию в 2016 году.

**Диаграмма 4. Динамика реальной заработной платы**



Источник: Росстат

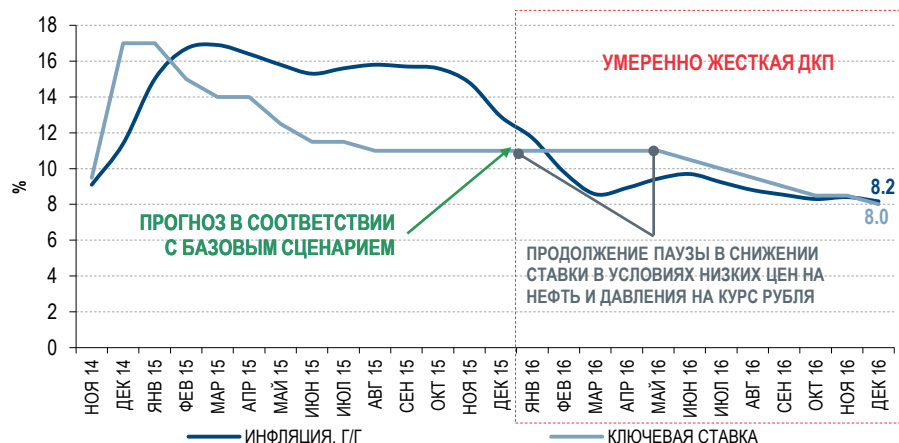
- **Волатильность рубля.** В декабре 2015 года рубль являлся одной из наиболее волатильных валют, наряду с бразильским реалом и колумбийским песо. Тем не менее по сравнению с началом 2015 года волатильность рубля в декабре была менее выраженной. Мы ожидаем, что средняя цена на нефть марки Brent в 2016 году составит 50 долл./барр. (базовый сценарий), нефть марки Urals — 49 долл./барр., что соответствует прогнозам Минэкономразвития и Банка России. При реализации данного сценария мы ожидаем краткосрочного усиления давления «нефтяного фактора» на курс рубля в 1K16 с последующим его ослаблением по мере восстановления цен на нефть. На конец 2016 года мы прогнозируем курс доллара США по отношению к рублю на уровне 66 руб. за 1 долл. США.
- **Денежно-кредитная политика.** В 2016 году мы ожидаем сохранения умеренно жесткой денежно-кредитной политики. При этом баланс денежно-кредитной политики будет смещен в сторону борьбы с инфляционными рисками. В условиях низких цен на нефть (в соответствии с нашими прогнозами, снижение цен на нефть продолжится до конца 1K16) и давления на курс рубля мы ожидаем, что возврат к смягчению денежно-кредитной политики может быть отсрочен до 2K16 (Диаграмма 5).

По нашим оценкам, планомерное понижение ключевой ставки возможно с 2K16 — по мере замедления инфляции и восстановления цен на нефть. Принимая во внимание инерционность трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики, мы ожидаем, что в 2016 году ключевая ставка будет снижаться медленнее, чем инфляция, что позволит закрепить антиинфляционный эффект. В базовом сценарии мы ожидаем, что на конец



2016 года ключевая ставка не превысит 8% при прогнозном значении инфляции на уровне 8,2%.

**Диаграмма 5.** Динамика и прогноз ключевой ставки Банка России на 2016 год (базовый сценарий)



Источник: Росстат, Банк России, Газпромбанк

- **Бюджетная политика** может стать важным драйвером инфляции в 2016 году, что связано с необходимостью финансирования дефицита федерального бюджета за счет средств Резервного фонда. По состоянию на 01.12.15 израсходовано порядка 1,4 трлн руб. средств Резервного фонда из заявленной Минфином суммы 2,5-3,0 трлн руб. Согласно нашим оценкам, существенные объемы расходования средств Резервного фонда в декабре 2015 года (порядка 1 трлн руб.) могут отразиться на инфляции в 1К16. В течение 2016 года предполагается расходование средств Резервного фонда в объеме 2,1 трлн руб., что также может оказать давление на инфляцию, если расходование указанных средств не будет распределено равномерно в течение года.

Мы ожидаем, что в 2016 году влияние выделенных драйверов на инфляцию сместится в сторону усиления давления на рубль, денежно-кредитной и бюджетной политики (Таблица 2). По нашим оценкам, в 2016 году значимость инфляционных ожиданий для текущих уровней инфляции снизится на фоне ее замедления. Ослабнет и влияние внутреннего спроса — прежде всего, за счет адаптации населения к снижению покупательной способности доходов и постепенного возврата к исходным уровням расходов за счет сокращения сбережений.

**Таблица 2.** Оценка ключевых движущих факторов инфляции в 2015 и 2016 гг.

| ДРАЙВЕР ИНФЛЯЦИИ           | ОЦЕНКА СТЕПЕНИ ВОЗДЕЙСТВИЯ |                  |
|----------------------------|----------------------------|------------------|
|                            | 2015                       | 2016 (ПРОГНОЗ)   |
| Внутренний спрос           | ▼ <b>ВЫСОКАЯ</b>           | ▲ <b>НИЗКАЯ</b>  |
| Инфляционные ожидания      | ▲ <b>ВЫСОКАЯ</b>           | ▲ <b>НИЗКАЯ</b>  |
| Волатильность рубля        | ▲ <b>ВЫСОКАЯ</b>           | ▲ <b>ВЫСОКАЯ</b> |
| Денежно-кредитная политика | ▼ <b>ВЫСОКАЯ</b>           | ▼ <b>ВЫСОКАЯ</b> |
| Бюджетная политика         | ▲ <b>НИЗКАЯ</b>            | ▲ <b>ВЫСОКАЯ</b> |

Примечание. Направленность воздействия фактора на инфляцию:

▼ — сдерживающее воздействие

▲ — стимулирующее воздействие

Источник: Газпромбанк

## 2. Оценка возможных рейтинговых действий в отношении российского суверенного долга в 2016 году

В декабре 2015 года агентство Moody's повысило прогноз по рейтингу России с «негативного» до «стабильного», принимая во внимание следующие факторы:

- ▶ стабилизация финансовых позиций России по итогам реализации макроэкономической политики, которая позволила смягчить негативный эффект на международные резервы в условиях снижения цен на нефть;
- ▶ снижение вероятности возникновения новых шоков для российской экономики в течение 12-18 месяцев (в том числе, в результате введения новых экономических санкций).

В соответствии с нашим прогнозом ключевые параметры российской экономики, которые мы ожидаем на конец 2016 года (Приложение 1), в целом соответствуют базовым сценариям крупнейших международных агентств (Таблица 3).

**Таблица 3. Оценка возможных драйверов для рейтинговых действий в отношении суверенного долга России в 2016 году**

|                                 | S&P                                                                                                                                                                                                                                        | MOODY'S                                                                                                                                                                                                                  | FITCH                                                                                                                                                                                 |
|---------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Текущий рейтинг                 | BB+/Нер.                                                                                                                                                                                                                                   | Ba1/Стаб.                                                                                                                                                                                                                | BBB-/Нер.                                                                                                                                                                             |
| Дата актуализации               | 16.10.2015                                                                                                                                                                                                                                 | 03.12.2015                                                                                                                                                                                                               | 04.11.2015                                                                                                                                                                            |
| Базовый сценарий                | <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Резервы/Расходы по текущему счету 7,4х в 2015 году, 7,3х в 2016 году (справочно: 7,0х в 2014 году)</li> <li>▶ Дефицит бюджета 4,4% ВВП в 2015 году и 3,4% ВВП в 2016 году</li> </ul>              | <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Падение ВВП на 4% в 2015 году и на 1% в 2016 году</li> <li>▶ Дефицит бюджета 4,5% ВВП в 2015 году и 3,8% ВВП в 2016 году</li> </ul>                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Падение ВВП на 4,0% в 2015 году и рост на 0,5% в 2016 году</li> <li>▶ Дефицит бюджета 3,7% ВВП в 2015 году и 3,2% ВВП в 2016 году</li> </ul> |
| Возможный драйвер для понижения | <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Истощение резервных фондов (Резервный фонд и Фонд национального благосостояния) в следующие 12 месяцев быстрее ожиданий</li> <li>▶ Существенное ужесточение санкций в отношении России</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Высокая экономическая и рыночная волатильность</li> <li>▶ Отсутствие выраженных усилий в области структурных реформ</li> <li>▶ Ввод новых санкций в отношении России</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Существенный рост соотношения чистого долга и международных резервов</li> <li>▶ Отсутствие прогресса в преодолении рецессии</li> </ul>       |
| Вероятность понижения           | Низкая                                                                                                                                                                                                                                     | Низкая                                                                                                                                                                                                                   | Средняя (~50%)                                                                                                                                                                        |

Источник: S&P, Moody's, Fitch, Газпромбанк

Вероятность понижения суверенных рейтингов России при реализации базового сценария мы оцениваем как несущественную. Тем не менее, принимая во внимание риски ускоренного расходования Резервного фонда в случае сохранения близких к текущим уровням цен на нефть, вероятность снижения рейтингов России в 2016 году может возрасти.

По нашим оценкам, в случае, если средняя цена на нефть марки Urals в 2016 году составит 40 долл./барр., объем недополученных нефтегазовых доходов федерального бюджета составит 1,2 трлн руб. (30,8% Резервного фонда на 01.12.2015). Если средняя цена нефти Urals в 2016 году составит 30 долл./барр., объем недополученных нефтегазовых доходов существенно возрастет — до 2,4 трлн руб. (61,5% Резервного фонда на 01.12.2015). Таким образом, в случае реализации данных сценариев Резервный фонд может быть полностью израсходован в 2016 году, если источники финансирования дефицита бюджета не будут перераспределены в пользу дополнительных заимствований или не будет обеспечено снижение расходов.

В соответствии с предложениями Министерства финансов, озвученными в декабре 2015 года, рассматривается вопрос возможного секвестра 5% бюджетных расходов с целью минимизации дефицита бюджета в 2016 году. По нашим оценкам, в этом случае может быть обеспечена экономия средств Резервного фонда в объеме 788 млрд руб.



## Рынок ОФЗ в 2015 г.: год рекордов

В 2015 году рынок рублевого долга вырвался в лидеры среди всех локальных Emerging Markets, обеспечив инвесторам наиболее высокий совокупный доход. Поддержку спросу на рублевые бумаги оказала денежно-кредитная политика российского ЦБ в январе – августе и сохраняющиеся ожидания ее смягчения. При этом только российский рынок обеспечил существенный положительный доход в долларовом выражении — 15% с начала года. Прошедший год также стал рекордным по доходам для инвесторов в ОФЗ за последние 10 лет (см. Диаграмму 8).

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

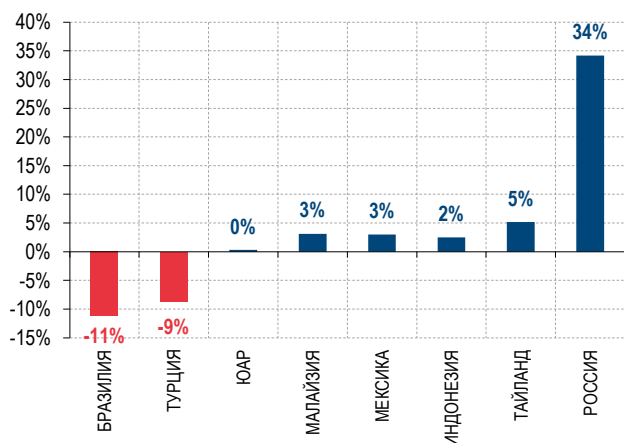
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru

Артём Бекетов

+7 (495) 287 61 00 (доб. 5 40 74)

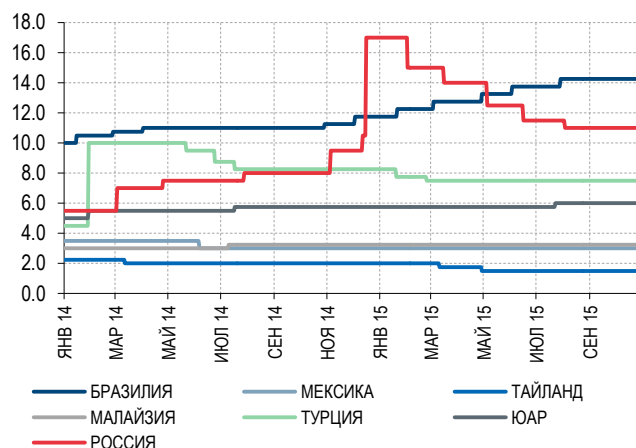
Artem.Beketov@gazprombank.ru

**Диаграмма 6. Total Return суверенных выпусков ЕМ (10 лет) в локальных валютах, 2015 YTD\***



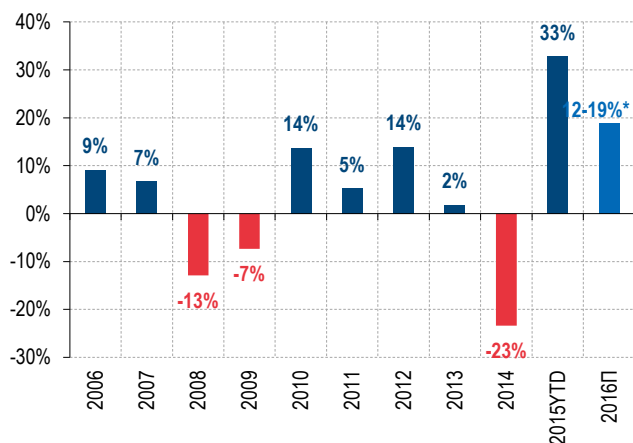
Источник: Bloomberg, оценки ГПБ

**Диаграмма 7. Ключевые ставки Централных банков в странах ЕМ в 2014-2015 гг.**



Источник: Bloomberg, оценки ГПБ

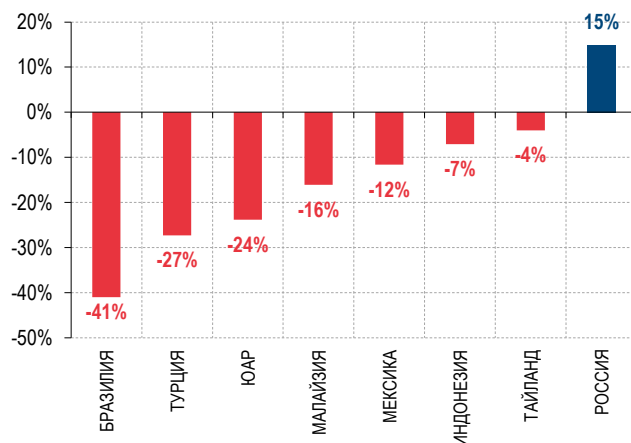
**Диаграмма 8. Динамика совокупного дохода индекса ОФЗ (дюрация более 5 лет), 2004-2015 гг.**



\*для бумаг 5 – 12 лет, см. таблицу 5

Источник: оценки ГПБ

**Диаграмма 9. Total Return суверенных выпусков ЕМ (10 лет) в USD, 2015 YTD\***



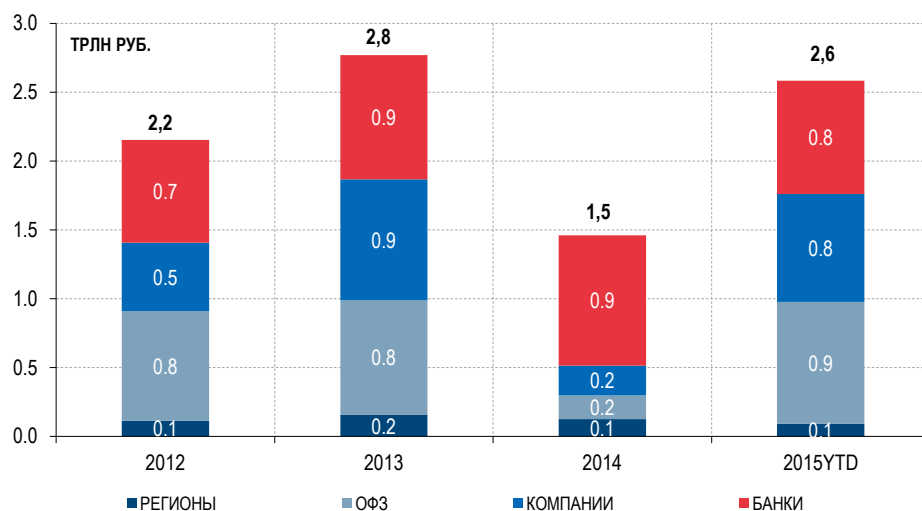
\*по состоянию на 7 декабря 2015

Источник: Bloomberg, оценки ГПБ

## Первичный рынок вернулся на «докризисные» уровни

Объемы первичного рынка в 2015 году существенно выросли по сравнению с «кризисным» 2014 годом и лишь немногим отстают от рекордного 2013 г.: с начала года размещено облигаций на 2,6 трлн руб. (за весь 2013 г. — 2,8 трлн руб.). Высокий спрос на бумаги обеспечили российские банки, для которых они были альтернативой увеличения кредитного портфеля, а также НПФ, получившие средства в результате завершения пенсионной реформы.

**Диаграмма 10.** Объем размещений рублевых облигаций в 2015 году лишь на 7% ниже «рекордного» 2013 г.\*



\*без учета размещения рублевых облигаций Роснефти в дек.2014-1К15

Источник: оценки ГПБ

## Предложение ОФЗ в 2015 г.: Минфин расширил линейку инструментов

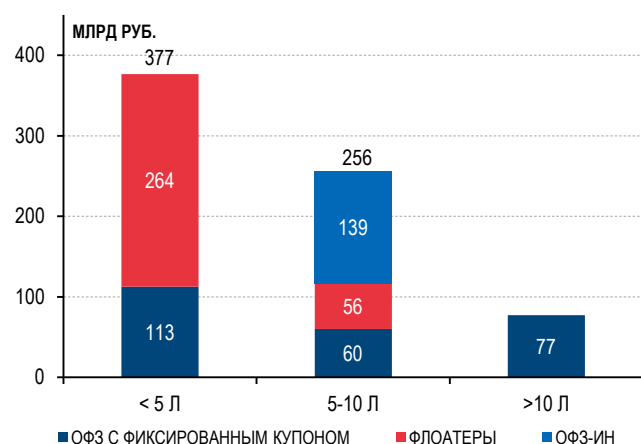
В 2015 году Минфин предложил рынку новые инструменты:

- ▶ **Бумаги с купоном, привязанным к ставке RUONIA** (3 выпуска облигаций с погашением в 2017, 2020, 2025 гг.). На долю «флоатеров» пришлось 45% первичного размещения, или 320 млрд руб.
- ▶ **Облигации с номиналом, индексируемым на инфляцию** (выпуск с погашением в 2023 г.). Минфин разместил ~140 млрд руб. ОФЗ-ИН, 20% от общего объема первичного размещения.

Предложение новых инструментов, пользовавшихся высоким спросом, позволило Минфину разместить на первичном рынке 712 млрд руб., а с учетом доразмещений во вторичном сегменте — более 760 млрд руб. В итоге программа внутренних заимствований на 2015 год в объеме 80 млрд руб. (нетто) перевыполнена — Минфин, за вычетом погашений, привлек 92 млрд руб.

Наибольшим интересом в 2015 году пользовались ОФЗ с относительно короткой дюрацией (до 5 лет). На дальнем отрезке кривой сложился «дефицит предложения», оказавший влияние на форму кривой ОФЗ: 12-летний выпуск 26212 последние 6 месяцев торговался со средним дисконтом к 5-летним ОФЗ-26214 на уровне ~30 б.п., а в декабре расширился до 50-70 б.п.

**Диаграмма 11. Структура первичного размещения ОФЗ в 2015 г.**



Источник: Bloomberg, оценки ГПБ

**Диаграмма 12. Спреды доходности по ключевым срокам ОФЗ**



Источник: Bloomberg, оценки ГПБ

## Рынок ОФЗ в 2016 г.: потенциал снижения доходностей среднесрочных бумаг — более 1,5 п.п.

**Главной темой рублевого рынка в 2016 году станет снижение ключевой ставки ЦБ.** Мы ожидаем, что регулятор возобновит цикл смягчения ДКП в конце второго квартала 2016 г. и снизит ее на 0,5 п.п. (до 10,5%) в июне следующего года. К концу 2016 г. ключевая ставка, по нашему базовому прогнозу, составит 8% (снижение на 3 п.п. к текущему уровню).

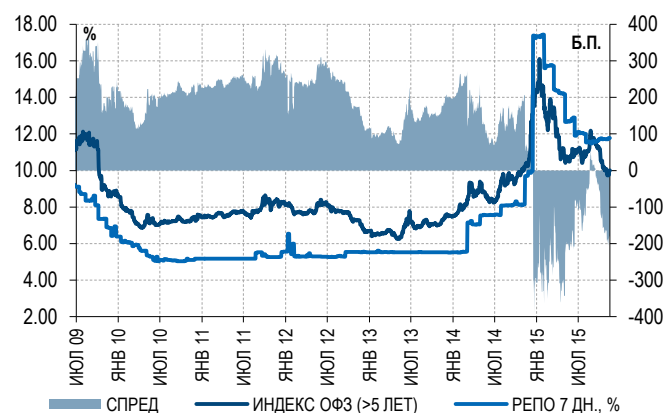
Доходности ОФЗ в 2016 году опустятся на фоне снижения ключевой ставки. В то же время этот процесс не будет «синхронным». Во-первых, потенциал снижения для доходностей ОФЗ будет меньше, так как мы ожидаем восстановления положительного спреда ставок по госбондам к стоимости фондирования. Во-вторых, эффект от снижения ключевой ставки будет различаться для разных отрезков кривой ОФЗ, так как ее угол наклона должен вырасти, а форма — вернуться к «нормальной».

### 1. Восстановление положительного спреда ОФЗ к стоимости фондирования

Котировки ОФЗ в 2015 году закладывают ожидания смягчения ДКП: большую часть года спред доходностей госбумаг к ключевой ставке был отрицательным. По состоянию на 22/12/2015 короткие ОФЗ торговались с дисконтом 0,5 п.п. к ставке ЦБ (УТМ ~10,5%), среднесрочные — с дисконтом 0,8 п.п., при этом дальний участок кривой торговался на 1,3 п.п. ниже текущего уровня ключевой ставки ЦБ (~9,7% УТМ).

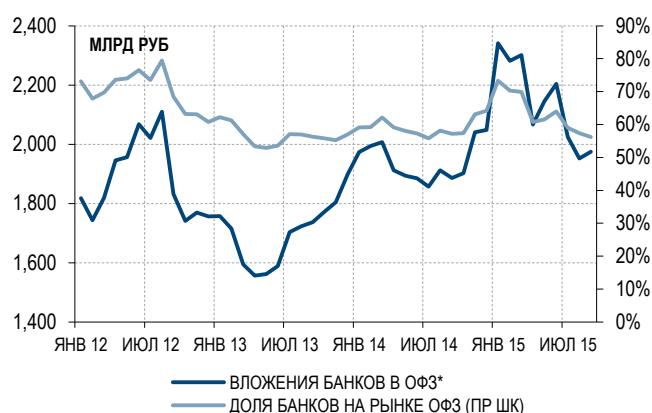
Исторически премия среднесрочных ОФЗ к стоимости фондирования в ЦБ с 2009 г. по декабрь 2014 г. колебалась в диапазоне 100-300 б.п. Минимальных отметок в 75-100 б.п. она достигала в 1К10, на волне укрепления рубля и ралли в ОФЗ, а также в 4К12-1П13, когда на рынок активно заходили иностранные инвесторы. Вложения российских банков в госбумаги снижались до минимальной отметки ~1,6 трлн руб. по рыночной стоимости в апреле – мае 2013 г. (см. Диаграмму 14).

**Диаграмма 13. Исторический спред доходности ОФЗ к стоимости фондирования до 2015 г. ~75-300 б.п.**



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

**Диаграмма 14. Вложения банков в ОФЗ\***



\*цифры за 2015 г. скорректированы на ОФЗ, переданные банкам от АСВ на пополнение капитала

Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Мы ожидаем, что в 2016 году спред доходности ОФЗ к ключевой ставке выйдет в зону положительных значений. «Целевой уровень» премии для среднесрочных — длинных бумаг, по нашим оценкам, может составлять 100-200 б.п., в зависимости от структуры инвесторов на рынке в 2016 г.: более высокая доля нерезидентов может соответствовать более низкой премии, как это было в 1П13 (Диаграмма 13).

Переход от «дисконта» к ключевой ставке к премии, вероятно, произойдет в 2П16, когда ЦБ возобновит снижение ставки.

Мы ожидаем, что в первом полугодии 2016 года кривая ОФЗ будет по-прежнему «с опережением» закладывать будущие действия ЦБ: **5-летние ОФЗ (26214) будут торговаться с дисконтом 100 б.п. к ключевой ставке. Как следствие, снижение доходности ОФЗ в 1П16 на среднем участке кривой (5 лет) может составить около 0,7 п.п. с текущих уровней (10,2%) — т.е. доходность может опуститься до 9,5%.**

Во втором полугодии 2016 г. дисконт доходности ОФЗ к ключевой ставке начнет исчезать, и к концу года может трансформироваться в премию ~50 б.п. на среднем отрезке и 100-130 б.п. на дальнем участке кривой. Это ограничит эффект на доходности ОФЗ от ожидаемого нами снижения ключевой ставки на 2,5 п.п. во втором полугодии 2016 года: **доходность среднесрочных ОФЗ, по нашим оценкам, во втором полугодии снизится на 1 п.п.**

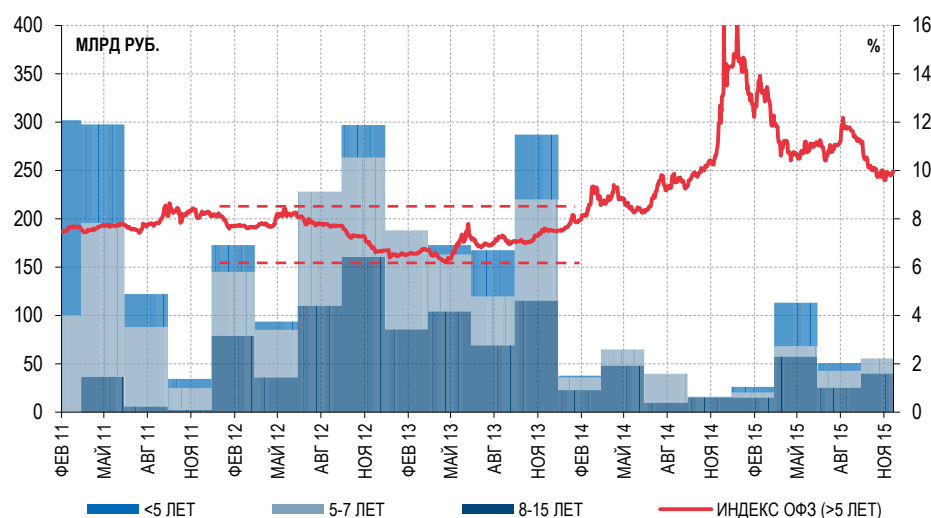
## 2. Увеличение угла наклона кривой.

На наш взгляд, на наклон кривой в 2016 году должны оказать влияние два фактора:

- ▶ **Короткий отрезок кривой должен «заложить» ожидания цикла смягчения ДКП**, который, помимо 2016 г., может продолжиться и в 2017 г.
- ▶ **На дальнем участке кривой мы ожидаем устранения дефицита предложения длинных бумаг — технического фактора**, обуславливавшего дисконт в доходности к среднесрочным выпускам в 2015 году.

Исторически Минфин предлагал большие объемы длинных ОФЗ, когда доходности длинных бумаг колебались в диапазоне 6-8% (2П12-2013). Мы полагаем, что Минфин начнет активнее удовлетворять существующий спрос на длинную дюрацию во втором полугодии 2016 г., когда доходности длинных бумаг опустятся в район 9%.

**Диаграмма 15.** Минфин активно предлагал длинные ОФЗ на аукционах\*, когда доходность длинных выпусков колебалась в диапазоне 6-8%



\*Предложение бумаг с фиксированной доходностью, не включает «флоатеры» и ОФЗ-ИН

\*\*доходность индекса ОФЗ 5-10 лет, рассчитываемая Газпромбанком

Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

Ориентиром для спреда между 12-летними и 5-летними бумагами могут служить уровни 2П13–3М14 (до первого повышения ставки ЦБ и начала влияния «эффекта санкций»): средний спред за этот период составлял ~80 б.п. В свою очередь средний спред коротких бумаг (2 года) к 5-летним — ~60 б.п.

Исходя из этих оценок и предполагая, что кривая ОФЗ начнет увеличивать угол наклона во втором полугодии 2016 г., после того как ЦБ возобновит цикл смягчения ДКП, мы приходим к следующим уровням доходности ОФЗ для разной дюрации:

**Таблица 4.** Динамика доходностей ОФЗ в 2016 г.: прогноз ГПБ

|                 | 8/12/15 | 6/30/2016 | ИЗМЕНЕНИЕ<br>К ТЕКУЩИМ<br>УРОВНЯМ, Б.П. | 31/12/16 | ИЗМЕНЕНИЕ<br>К ТЕКУЩИМ<br>УРОВНЯМ, Б.П. |
|-----------------|---------|-----------|-----------------------------------------|----------|-----------------------------------------|
| Ключевая ставка | 11,0%   | 10,5%     | -0,5%                                   | 8,0%     | -3,0%                                   |
| ОФЗ 2 года      | 10,5%   | 9,9%      | -0,6%                                   | 7,9%     | -2,6%                                   |
| ОФЗ 5 лет       | 10,2%   | 9,5%      | -0,7%                                   | 8,5%     | -1,7%                                   |
| ОФЗ 8 лет       | 10,0%   | 9,3%      | -0,7%                                   | 9,0%     | -1,0%                                   |
| ОФЗ 12 лет      | 9,7%    | 9,0%      | -0,7%                                   | 9,3%     | -0,4%                                   |

#### Риски для нашего прогноза:

- **Реализация «пессимистичного» макросценария** в случае существенного падения цен на нефть (до 30 долл. /барр. в среднем за год по нефти сорта Brent). При таком сценарии возможности для снижения ставки ЦБ будут ограничены — инфляция к концу 2016 г. может составить 12,7% г/г. Наилучший результат должны показать выпуск ОФЗ-ИН и RUONIA-флоатеры, тогда как «обычные» ОФЗ, вероятно, скорректируются «вверх» по доходности, так как рынок пересмотрит сроки снижения ставки, а возможно и начнет ждать ее повышения.
- **Большие объемы первичного предложения ОФЗ.** Закон о бюджете на 2016 год предполагает нетто-размещения внутреннего госдолга в объеме 300 млрд руб. Гросс-размещения должны составить 1 трлн руб., или

~0,8 трлн руб. без учета запланированного обмена «старых» амортизационных бумаг на новые выпуски. Это сопоставимо с планом на 2015 г. (~0,75 трлн руб. gross., без учета обмена ОФЗ) и лишь немногим меньше рекордного за последние годы «фактического» размещения ОФЗ в 2013 г. (0,83 трлн руб.). Увеличение объема заимствований сверх запланированной цифры, вероятно, потребует предоставления дополнительных премий в доходности.

### «Линейка» ОФЗ: наши фавориты — бумаги с фиксированным купоном и ОФЗ-ИН

Исходя из нашего базового прогноза по инфляции и ключевой ставке в 2016 г., наиболее привлекательными инструментами в «линейке» ОФЗ будут бумаги с фиксированным купоном. По нашей оценке, на горизонте 6 месяцев (до конца 1П16) инвесторы могут получить совокупный доход от вложений в ОФЗ с фиксированным купоном (5, 8, 12 лет) на уровне 9-11%, заработав ~3,5-5 п.п. ценового роста на фоне снижения ставок на рынке.

**Таблица 5. Оценка совокупного дохода от вложений в различные виды ОФЗ в 2016 г.**

|                                                   | 6/30/2016           |                |                |                     | 12/31/2016          |                |                |                     |
|---------------------------------------------------|---------------------|----------------|----------------|---------------------|---------------------|----------------|----------------|---------------------|
|                                                   | СОВОКУПНЫЙ ДОХОД, % | ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕНЫ | КУПОННЫЙ ДОХОД | ИНДЕКСАЦИЯ НОМИНАЛА | СОВОКУПНЫЙ ДОХОД, % | ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕНЫ | КУПОННЫЙ ДОХОД | ИНДЕКСАЦИЯ НОМИНАЛА |
| <b>ОФЗ С ФИКСИРОВАННЫМ КУПОНОМ</b>                |                     |                |                |                     |                     |                |                |                     |
| ОФЗ 5 лет (26214)                                 | 11,2%               | 3,4%           | 7,7%           | -                   | 19,0%               | 7,6%           | 11,4%          | -                   |
| ОФЗ 8 лет (26215)                                 | 9,2%                | 4,6%           | 4,6%           | -                   | 15,7%               | 7,0%           | 8,8%           | -                   |
| ОФЗ 12 лет (26212)                                | 9,7%                | 5,0%           | 4,7%           | -                   | 12,1%               | 3,3%           | 8,8%           | -                   |
| <b>RUONIA-ФЛОАТЕРЫ</b>                            |                     |                |                |                     |                     |                |                |                     |
| ОФЗ-24018                                         | 5,3%                | -0,8%          | 6,1%           |                     | 11,4%               | -0,2%          | 11,6%          |                     |
| ОФЗ-29006                                         | -2,5%               | -8,9%          | 6,3%           |                     | 2,3%                | -9,2%          | 11,5%          |                     |
| ОФЗ-29011                                         | 1,5%                | -4,6%          | 6,1%           |                     | 7,1%                | -3,6%          | 10,7%          |                     |
| <b>ОФЗ С НОМИНАЛОМ, ИНДЕКСИРУЕМЫМ НА ИНФЛЯЦИЮ</b> |                     |                |                |                     |                     |                |                |                     |
| ОФЗ-ИН                                            | 7,2%                | -0,3%          | 1,4%           | 6,1%                | 14,4%               | 0,3%           | 2,8%           | 11,4%               |

Источник: Bloomberg, оценки ГПБ

### Выпуск ОФЗ-ИН привлекателен, учитывая неопределенность инфляции

Инфляционный линкер, по нашим оценкам, может принести инвесторам совокупный доход ~7% до конца 1П16 и ~14% до конца 2016 г, что чуть ниже, чем совокупный доход по «номинальным» ОФЗ.

Нашему макропрогнозу соответствует средняя инфляция на сроке жизни бумаги (breakeven) на уровне ~6,6%, что ниже текущих отметок, заложенных в котировки выпуска (~7,1%) — см. Диаграмму 20). На первый взгляд, это соотношение говорит о том, что «номинальные» ОФЗ сейчас выглядят привлекательней.

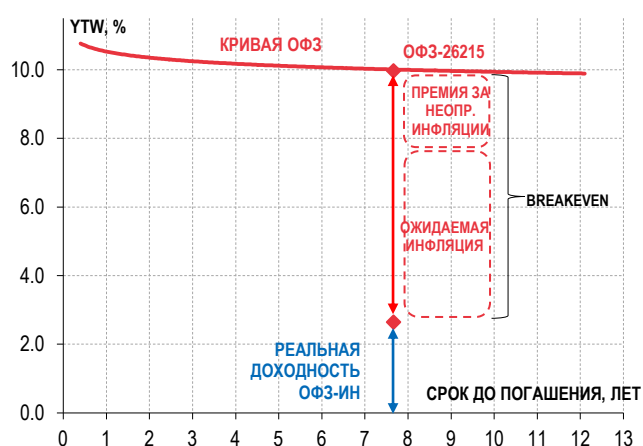
В то же время этот анализ breakeven не учитывает «премию за неопределенность инфляции»: в случае превышения нашего прогноза по ИПЦ, совокупный доход инвестора может быть выше за счет более высокой индексации номинала. ОФЗ-ИН позволяет хеджировать инфляционный риск и (косвенно) риск девальвации рубля, а также диверсифицировать вложения.

Мы проанализировали премию за неопределенность инфляции, заложенную в breakeven инфляционных линкеров стран ЕМ (Турция, Бразилия, ЮАР), а также аналогичную премию для российских ОФЗ-ИН с момента размещения бумаги в июле 2015 г. 30-дневное среднее значение премии для «российского» линкера

колебалось в диапазоне 1,2-2,3%. Для рынков ЕМ премия за неопределенность инфляции колеблется от 0 до 3,5%, при этом существенная доля значений за последние 3 года «укладывается в диапазон» 1-2%.

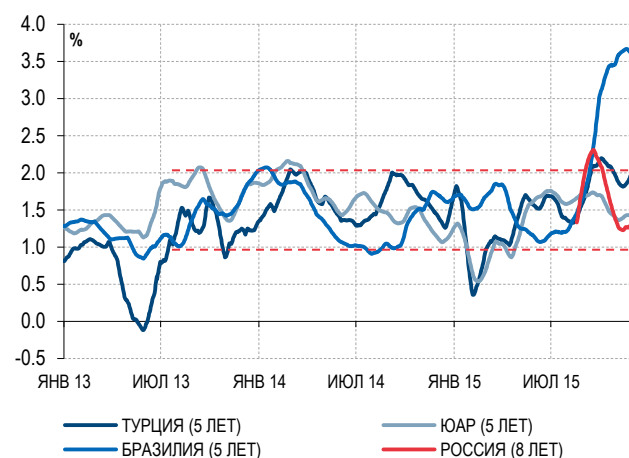
При условии премии за неопределенность инфляции в 1,5%, заложенной в текущий breakeven ОФЗ-52001 (~7,1%), ожидаемая инфляция составляет ~5,6% — что ниже оценки, основанной на нашем базовом прогнозе инфляции. Таким образом, Выпуски **ОФЗ-ИН, с учетом премии за неопределенность инфляции в России, выглядят привлекательно для покупки.**

**Диаграмма 17.** Связь реальной доходности, ожидаемой инфляции и премии за неопределенность



Источник: Газпромбанк

**Диаграмма 18.** Премия «за неопределенность инфляции»\*, заложенная в breakevens инфляционных линкеров ЕМ\* (30-дневное среднее)



\*разница между breakeven по 5-летним (Россия – 8-летним) облигациям, индексируемым на инфляцию, и средним прогнозом инфляции Bloomberg на 5-летнем горизонте

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

## RUONIA-флоатеры интересны российским банкам

RUONIA-флоатеры, по нашим оценкам, в 2016 году могут обеспечить инвесторам совокупный доход на уровне 2-7% — по 4- и 9-летним бумагам, ~11% — по 2-летнему выпуску.

По нашим оценкам, текущие цены 4- и 9-летних флоатеров сейчас превышают справедливые значения (мы оцениваем бумаги на основе «приведенной стоимости» будущих денежных потоков в соответствии с нашими прогнозами инфляции и ставки RUONIA). В настоящий момент 4- и 9-летние выпуски закладывают «вмененные» ставки RUONIA в диапазоне 8,9% (9-летняя бумага 29006) — 9,6% (4-летний выпуск 29011), что выше наших оценок «средней» RUONIA за период обращения бумаг (~6,5% и 7,7% соответственно) — см. Диаграмму 19.

Вместе с тем RUONIA флоатеры остаются интересными для российских банков, имеющих доступ к РЕПО ЦБ. Учитывая ожидаемое нами снижение ставки в следующем году и наличие «временного лага» при определении купона, бумаги продолжают обеспечивать положительное сагу к стоимости фондирования.

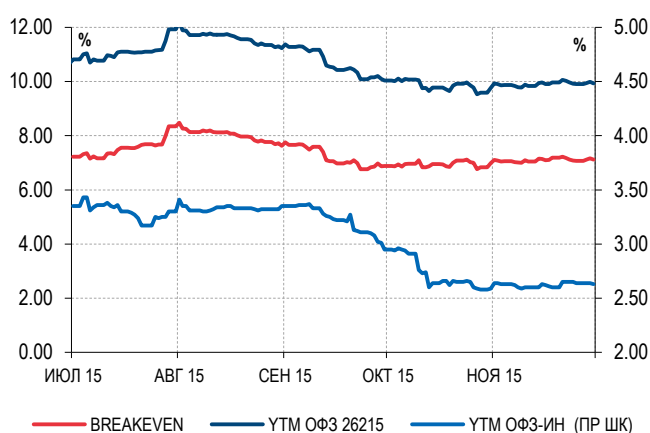
**Диаграмма 19.** Вмененные ставки RUONIA\*, заложенные в котировках ОФЗ-ПК



\*ставка RUONIA, при которой денежные потоки по «флоатерам» равны текущей цене

Источник: оценки ГПБ

**Диаграмма 20.** ОФЗ-ИН: breakeven стабилизировался на уровне 7.1-7.2% — выше нашей оценки.



Источник: Bloomberg, оценки ГПБ

## Локальный рынок: источники спроса в 2016 г.

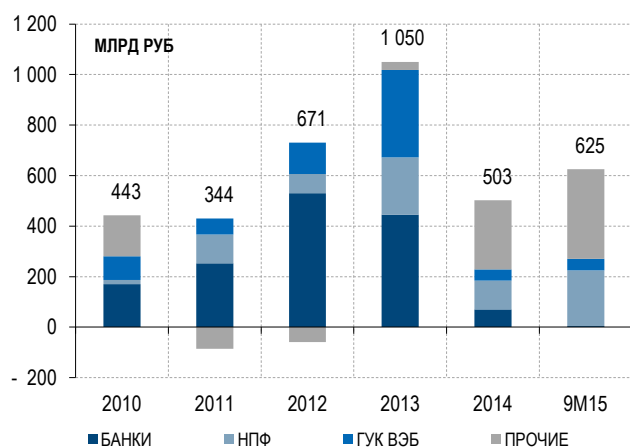
Ключевыми инвесторами на рынке рублевого долга традиционно являются российские банки, на долю которых приходится 50% корпоративных и государственных облигаций, а также институциональные инвесторы — пенсионные фонды: НПФ и Государственная управляющая компания (см. Диаграмму 23, 24).

В 2011-2013 гг. банки обеспечивали наибольшую долю в приросте рынка корпоративного долга (Диаграмма 21). В 2014-2015 гг. рынок рос за счет новых вложений НПФ: на их долю пришлось 37% объема чистых размещений корпоративных бондов за 9М15.

В 2016 г. рынок корпоративного долга будет «опираться» на те же потенциальные источники спроса, что и в 2015 г. Банки продолжают покупать рублевые бумаги как альтернативу увеличению кредитного портфеля, а НПФ, хотя и не получают новых пенсионных накоплений, могут рассчитывать на перераспределение средств «молчунов» из ГУК ВЭБ, а также, возможно, предпочтут увеличить долю облигаций в портфеле за счет депозитов.



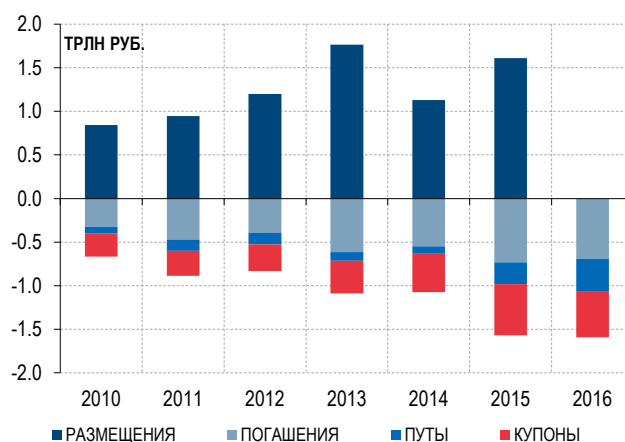
**Диаграмма 21.** Чистое размещение негосударственных облигаций 2010-2015 гг.\*: структура инвесторов



\*не включая нерыночные выпуски Роснефти, размещенные в дек.14 – 1К15

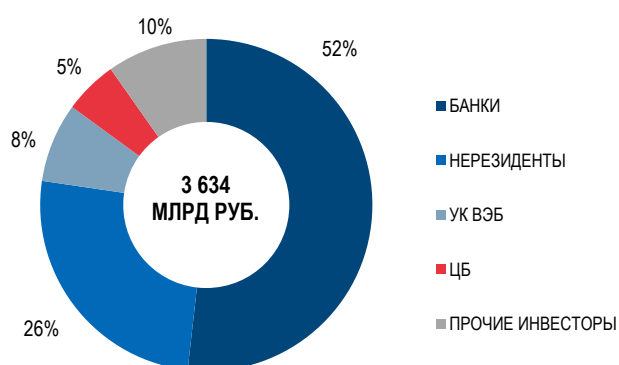
Источник: ЦБ РФ, оценки Газпромбанка

**Диаграмма 22.** Размещение и погашение негосударственных облигаций, 2010-2016 г.



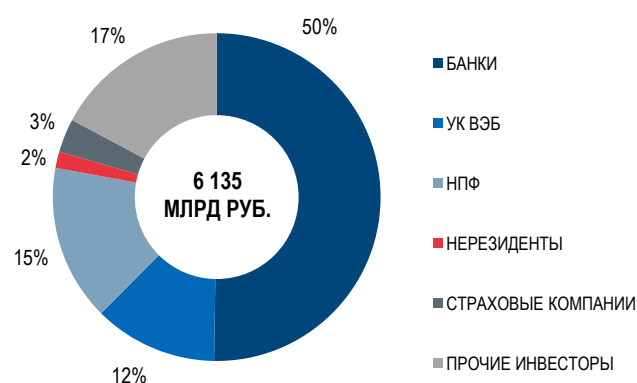
Источник: Оценка Газпромбанка

**Диаграмма 23.** Структура держателей ОФЗ (9М15)



Источник: ЦБ РФ, ВЭБ, Газпромбанк

**Диаграмма 24.** Структура держателей негосударственных облигаций (9М15)



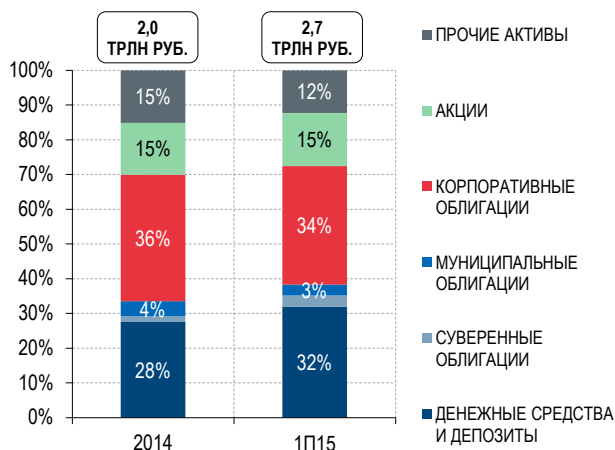
Источник: ЦБ РФ, ВЭБ, Газпромбанк

<sup>1</sup> Большая доля «прочих» инвесторов в приросте рынка корпоративных бондов в 2014-2015 гг. может объясняться существенным ростом объема кредитования российскими банками под залог ценных бумаг («обратное РЕПО»), в рамках которого заемщиками выступают компании или некредитные финансовые организации. Ценные бумаги, полученные в качестве обеспечения, банки затем могут использовать в сделках РЕПО с ЦБ. В отчетности банков по РСБУ такие ценные бумаги отражаются на забалансовых счетах («ценные бумаги, полученные по операциям, совершаемым на возвратной основе»): в 2014 г. прирост по этой статье составил ~195 млрд руб., за 9М15 – почти 1,5 трлн руб. (из которых 1,025 трлн руб. — рублевые облигации Роснефти, выпущенные в декабре 2014 – 1К15).

## Пенсионная система: источники «длинных денег» в 2015-2016 гг.

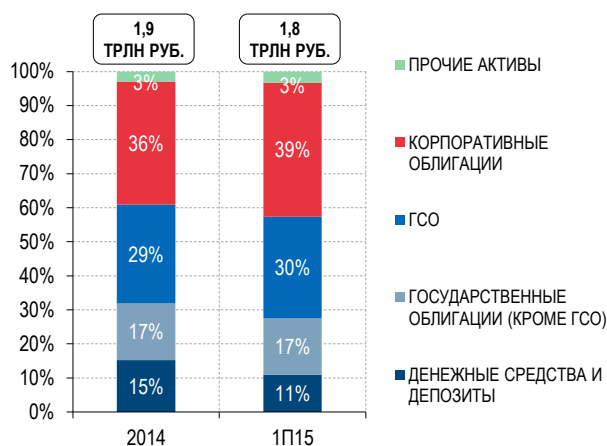
В 2015 году НПФ были активными игроками на рынке локального долга благодаря поступлению 563 млрд руб. в 2К15 «размороженных» средств пенсионных накоплений за 2П13, а также накопительных взносов бывших «молчунов» из ГУК ВЭБ. Из общего притока средств НПФ направили в локальные облигации 177 млрд руб. (31%), включая 150 млрд руб., инвестированные в корпоративные бонды.

**Диаграмма 25. Структура портфеля накоплений и резервов НПФ**



Источник: ЦБ РФ, Газпромбанк

**Диаграмма 26. Структура портфеля накоплений ВЭБ ДУ**



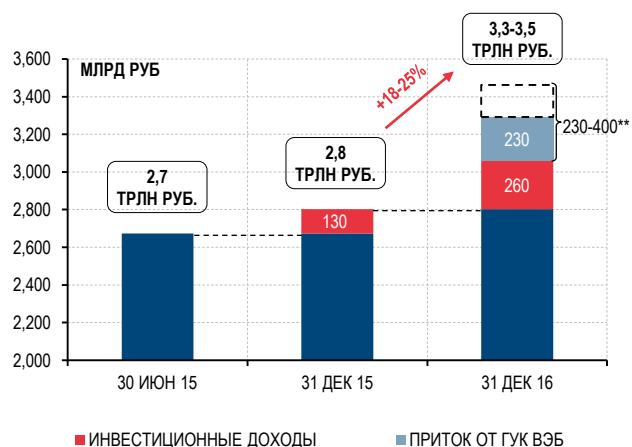
Источник: ВЭБ, Газпромбанк

В связи с продлением моратория на передачу взносов за 2016 г. (344 млрд руб.) новых поступлений в накопительную пенсионную систему не предусмотрено на горизонте 2П15-1П17. Однако мы считаем, что НПФ останутся важным игроком долгового рынка благодаря альтернативным **источникам инвестиционных средств**.

**Перераспределение средств бывших «молчунов» из ГУК ВЭБ.** Согласно нашим расчетам, в 2016 г. приток может составить около **230 млрд руб.** По оценкам замминистра финансов А. Моисеева (Reuters, 17.12.15), эта сумма может составить 270 млрд руб., представители ГУК ВЭБ ранее в октябре приводили оценку 400 млрд руб.

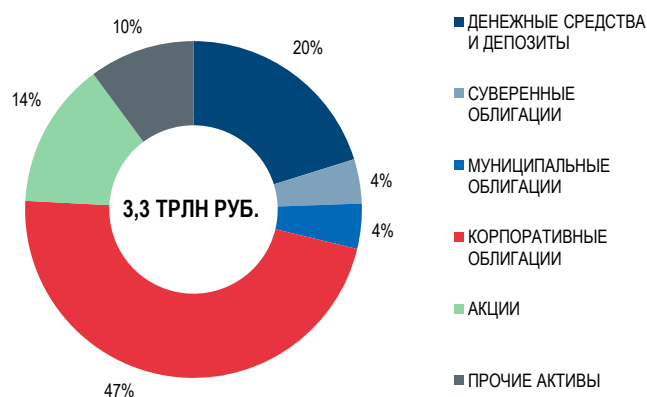
- ▶ **Часть средств НПФ находится на банковских счетах и депозитах — 855 млрд руб.** (32% портфеля в 1П15). Значительная доля «кэша» может объясняться привлекательными ставками по депозитам в 1П15 — однако во втором полугодии доходности на рынке облигаций начали опережать ставки по депозитам (см. Диаграмму 33). По нашим оценкам, если доля депозитов в портфеле НПФ снизится до 22% (уровень «посткризисного» 2009 г.), приток средств в облигации в 2016 г. может составить 100 млрд руб. При этом, по мировым меркам, доля денежных средств и депозитов в структуре активов российской пенсионной системы является высокой и имеет потенциал более существенного снижения. Так, средний показатель по странам OECD в 2013 г. составлял 9%.
- ▶ **Инвестиционные доходы** (купонный доход), которые могут быть реинвестированы в облигации. По грубым подсчетам, приток в 2016 г. оценивается в **260 млрд руб.**

По нашим оценкам, суммарно в 2016 г. **НПФ могут направить на рынок рублевых облигаций ~600 млрд руб.**

**Диаграмма 27. Прогноз динамики пенсионного портфеля НПФ (накопления и резервы)**


\*\*Оценка Газпромбанка. До данным ГУК ВЭБ, объем передачи средств пенсионных накоплений в НПФ составит 400 млрд руб., по оценкам замминистра финансов А. Моисеева – 270 млрд руб.

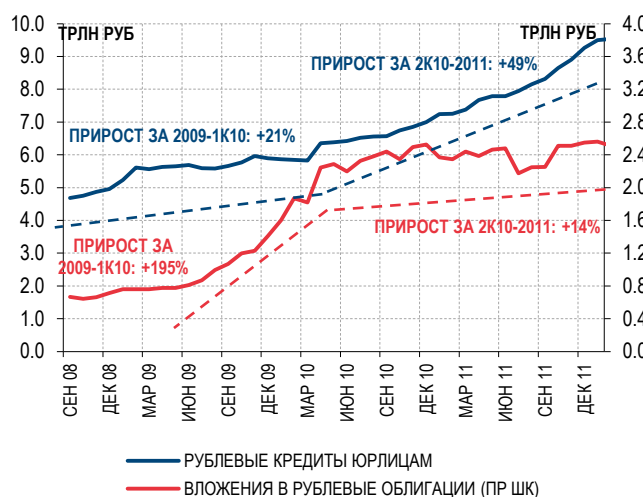
Источник: ЦБ РФ, Газпромбанк

**Диаграмма 28. Прогноз структуры пенсионного портфеля НПФ (накопления и резервы), 31.12.2016**


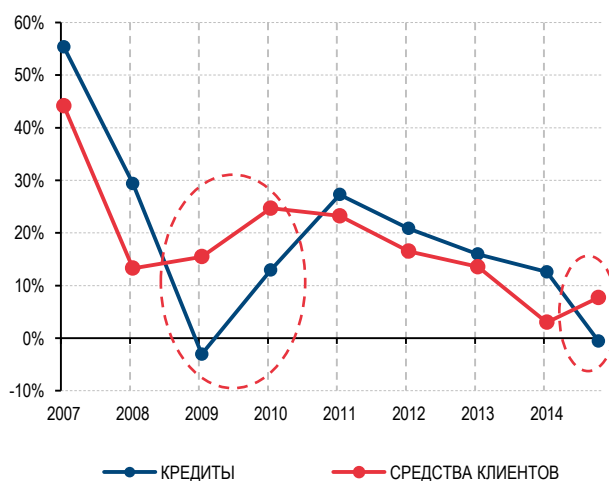
Источник: ЦБ РФ, Газпромбанк

## Банки останутся крупными игроками рынка рублевых бондов

Мы полагаем, что кредитные организации останутся активными игроками долгового рынка в 2016 г., и видим ряд предпосылок для этого.

**Диаграмма 29. В «посткризисный» период банки активнее покупают облигации, чем выдают кредиты**


Источник: ЦБ РФ, Газпромбанк

**Диаграмма 30. Темпы роста средств клиентов опережают динамику кредитного портфеля в кризисные периоды**


Источник: ЦБ РФ, Газпромбанк

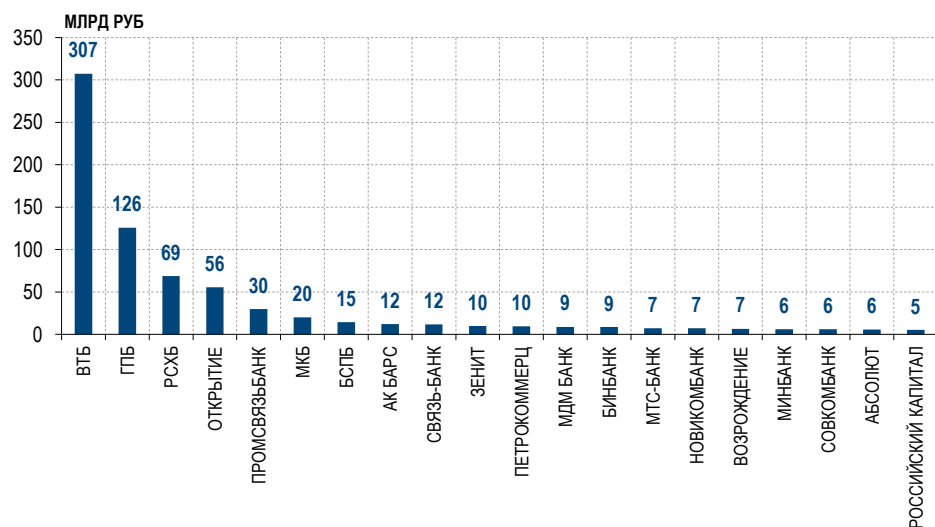
- **Спрос российских банков на облигации растет в кризисный период на фоне нехватки качественных заемщиков и опережающего роста депозитной базы** (вследствие увеличения склонности к сбережению). Эта тенденция наглядно проявила себя в 2009 г.

В 2015 г. ситуация повторяется. На фоне высоких депозитных ставок в 1П15 объем привлеченных средств клиентов за 9М15 вырос на 5,5% (здесь и далее без учета валютной переоценки); при этом кредитный портфель сжался на 1% (-406 млрд руб.). На этом фоне вложения банков в рублевые долговые обязательства выросли на 10% (+526 млрд руб.).



Мы полагаем, что в 2016 г. возможности для роста кредитного портфеля по-прежнему будут ограничены, депозитная база будет увеличиваться опережающими темпами, а облигации для банков останутся самой простой альтернативой кредитам. Наиболее актуальной покупка корпоративных бондов может стать для банков, участвовавших в программе докапитализации через ОФЗ и принявших обязательства по увеличению объемов кредитования приоритетных направлений экономики (на 1% ежемесячно).

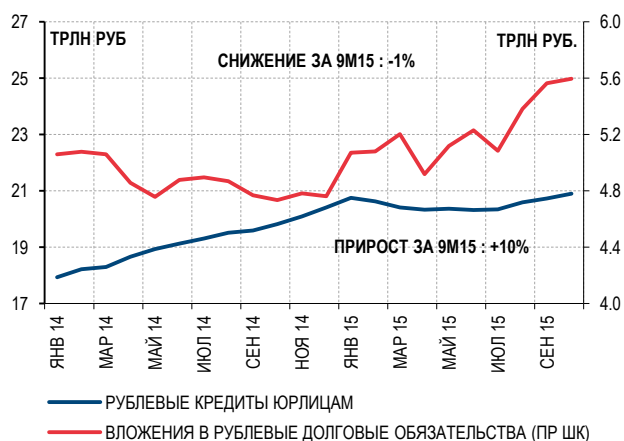
**Диаграмма 31. Объем докапитализации банков через механизм ОФЗ ~730 млрд руб.**



Источник: АСВ

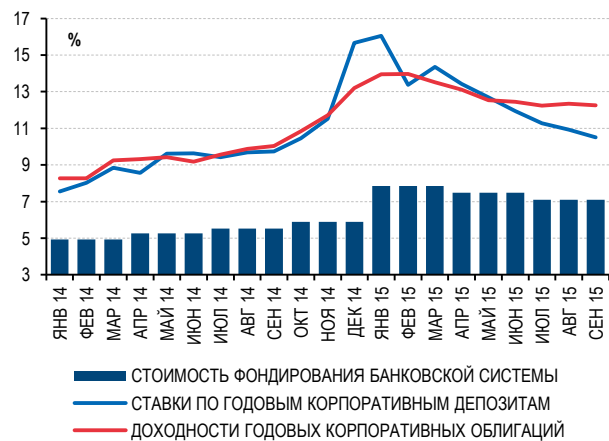
- **Корпоративные облигации обеспечивают премию к стоимости фондирования банков.** При средней стоимости рублевого фондирования по банковской системе на уровне ~9% (оценка Газпромбанка) средняя доходность корпоративных рублевых облигаций в 3К15 обеспечивала более 3 п.п. премии. По сравнению со средней ставкой годовых депозитов юрлиц корпоративные облигации уже с июня 2015 г. начали обеспечивать положительный спред, который в сентябре достиг 175 б.п.

**Диаграмма 32. Динамика вложений в рублевые облигации и рублевые кредиты: 2008-2011**



Источник: ЦБ РФ, Газпромбанк

**Диаграмма 33. Доходность корпоративных облигаций в 2П15 превысила ставки по депозитам юрлиц**



Источник: ЦБ РФ, Газпромбанк

## Новые стимулы для рынка корпоративного долга в 2016 году

Дополнительными драйверами спроса на рублевые облигации в следующем году могут стать:

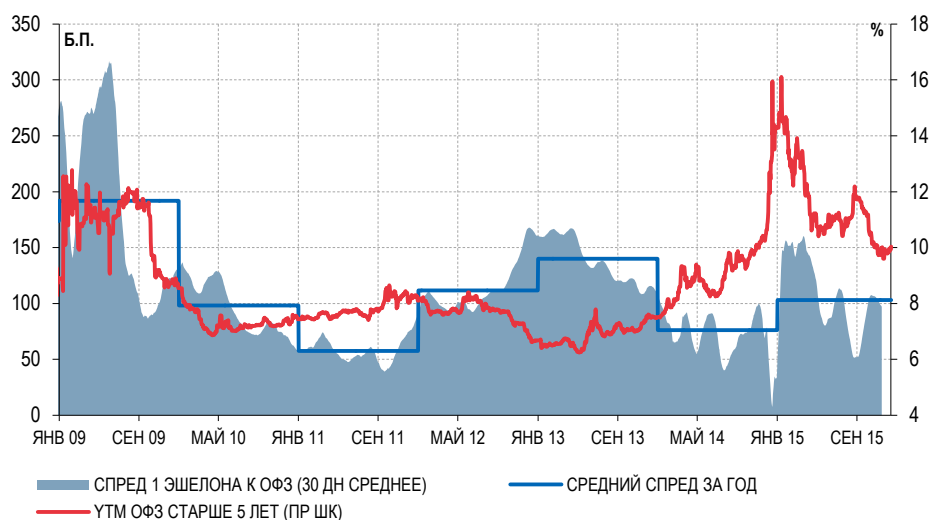
- ▶ Ожидаемое освобождение резидентов – юридических и физических лиц – от уплаты налога на купонный доход (см. Приложение 3).
- ▶ Изменения в банковском регулировании, которые будут способствовать замещению кредитов публичными инструментами заимствования (см. Приложение 4).

## Кредитные спреды: ожидаем небольшого сужения во втором полугодии 2016 г.

Историческая динамика корпоративного спреда доходности первого эшелона к ОФЗ показывает, что на стадии снижения доходностей ОФЗ спред, как правило, расширяется – корпоративные бумаги с запозданием реагируют на движение рынка госбумаг в силу меньшей ликвидности (см. Диаграмму 34).

Учитывая позитивный эффект от отмены налогообложения на купонный доход по корпоративным бумагам, мы полагаем, что в 2016 г. расширения кредитного спреда «первого эшелона» к кривой госбумаг удастся избежать, и **во втором полугодии он консолидируется на уровне 50-100 б.п.**

**Диаграмма 34.** Спреды доходности 1 эшелона к ОФЗ, 2009-2015 гг.



Источник: Газпромбанк

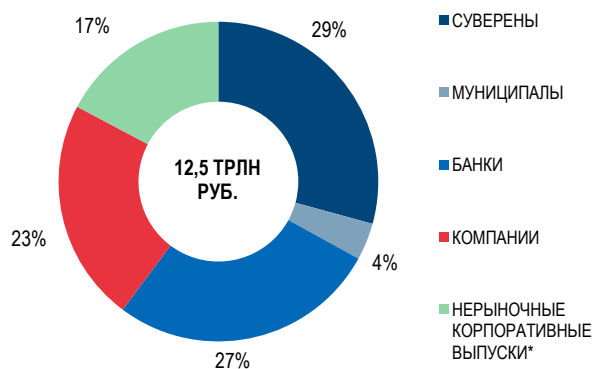
## ПРИЛОЖЕНИЕ 1. ПРОГНОЗЫ КЛЮЧЕВЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ИНДИКАТОРОВ

|                                          | 2013 | 2014 | ГПБ (12.2015) |      | БАНК РОССИИ (12.2015) |           |      | МЭР (11.2015) |      |      |
|------------------------------------------|------|------|---------------|------|-----------------------|-----------|------|---------------|------|------|
|                                          |      |      | 2015          | 2016 | 2015                  | 2016      | 2017 | 2015          | 2016 | 2017 |
| Средняя цена на нефть Urals, долл./барр. | 108  | 98   | 52            | 49   | 52                    | 50        | 50   | 53            | 50   | 52   |
| ВВП, %                                   | 1,3  | 0,7  | -4,0          | 0,3  | -3,7-(-3,9)           | -0,5-(-1) | 0-1  | -3,9          | 0,7  | 1,9  |
| Промпроизводство, %                      | 0,4  | 1,7  | -4,1          | 0,8  | н/д                   | н/д       | н/д  | -3,4          | 0,6  | 1,5  |
| Инвестиции, %                            | -0,2 | -2,5 | -8            | 0,7  | н/д                   | н/д       | н/д  | -9,9          | -1,6 | 2,1  |
| Экспорт, млрд долл.                      | 523  | 494  | 359           | 365  | 344                   | 335       | 336  | 343           | 331  | 344  |
| Импорт, млрд долл.                       | 341  | 308  | 227           | 242  | 187                   | 198       | 205  | 197           | 200  | 212  |
| Торговый баланс, млрд долл.              | 182  | 186  | 132           | 123  | 156                   | 138       | 131  | 146           | 131  | 132  |
| Счет текущих операций, млрд долл.        | 34   | 57   | 58            | 57   | 63                    | 56        | 51   | 62            | 58   | 64   |
| Чистый отток капитала, млрд долл.        | -62  | -159 | -60           | -60  | -53                   | -53       | -48  | -72           | -57  | -55  |
| Дефицит бюджета, % от ВВП                | -0,5 | -0,7 | -2,9          | -2,8 | н/д                   | н/д       | н/д  | н/д           | н/д  | н/д  |
| Курс USD/RUB (средний)                   | 31,9 | 41,2 | 61,4          | 65,1 | н/д                   | н/д       | н/д  | 61            | 63,3 | 63,1 |
| USD/RUB (конец года)                     | 32,7 | 56,3 | 70,8          | 66,0 | н/д                   | н/д       | н/д  | н/д           | н/д  | н/д  |
| Инфляция                                 | 6,5  | 8,8  | 13            | 8,2  | 13                    | 6,5       | 4    | 12,8          | 6,4  | 6    |

Источник: Росстат, Банк России, МЭР, ИЭФ, Газпромбанк

## ПРИЛОЖЕНИЕ 2. СТАТИСТИКА РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ

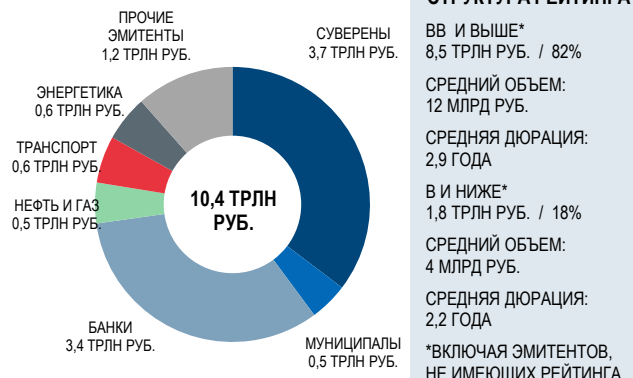
Структура локального рынка по сегментам



\*включают неторгуемые выпуски Роснефти 4K14-1K15, инфраструктурные облигации с купоном ИПЦ+1% и частные размещения

Источник: Газпромбанк

Структура локального рынка\* по секторам и рейтингам



### СТРУКТУРА РЕЙТИНГА

ВВ И ВЫШЕ\*  
8,5 ТРЛН РУБ. / 82%

СРЕДНИЙ ОБЪЕМ:  
12 МЛРД РУБ.

СРЕДНЯЯ ДЮРАЦИЯ:  
2,9 ГОДА

В И НИЖЕ\*  
1,8 ТРЛН РУБ. / 18%

СРЕДНИЙ ОБЪЕМ:  
4 МЛРД РУБ.

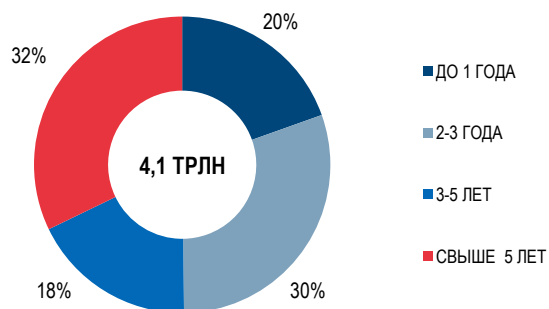
СРЕДНЯЯ ДЮРАЦИЯ:  
2,2 ГОДА

\*ВКЛЮЧАЯ ЭМИТЕНТОВ,  
НЕ ИМЕЮЩИХ РЕЙТИНГА

\*без учета нерыночных выпусков

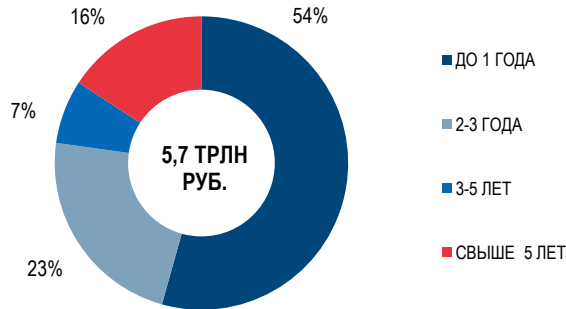
Источник: Газпромбанк

Структура государственного сегмента по срокам погашения



Источник: Газпромбанк

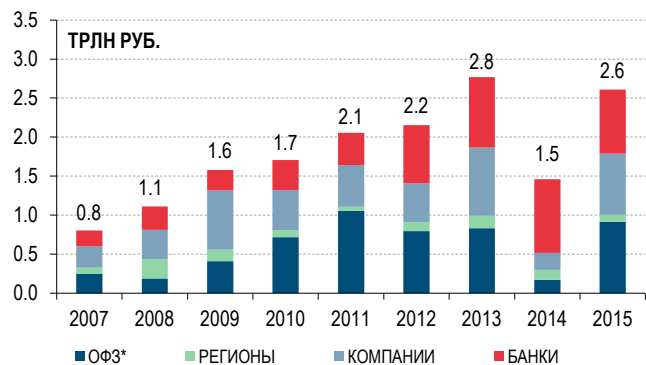
Структура негосударственного сегмента\* по срокам погашения



\*без учета нерыночных выпусков и ипотечных бумаг

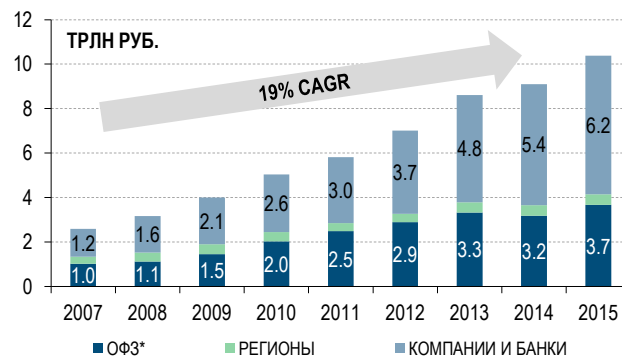
Источник: Газпромбанк

Объемы первичных размещений рублевых облигаций, 2007-2015



Источник: Газпромбанк

Динамика объема рублевых облигаций в обращении, 2007-2015\*



\*без учета нерыночных выпусков и ипотечных бумаг

Источник: Газпромбанк

## ПРИЛОЖЕНИЕ 3. НАЛОГОВЫЕ ЛЬГОТЫ ДЛЯ РЕЗИДЕНТОВ РФ ПО НАЛОГУ НА КУПОННЫЙ ДОХОД В 2016 Г.

В срок до 1 мая 2016 г. правительство РФ должно одобрить поправки к налоговому кодексу, в рамках которых резиденты — физические и юридические лица — должны быть освобождены от налогообложения купонного дохода по корпоративным облигациям. Мера была озвучена Президентом РФ В. Путиным в рамках послания Федеральному собранию в декабре 2015 г. как стимул для развития внутренних инвестиций в экономике РФ.

В настоящий момент купонный доход по корпоративным бондам облагается налогом по ставке 13% для резидентов-физических лиц и 20% — для юридических лиц. Купоны по государственным и муниципальным/субфедеральным облигациям для физлиц налогом не облагаются, а российские юридические лица платят налог 15%.

После принятия поправок к налоговому кодексу налогообложение всех классов рублевых облигаций для физлиц станет одинаковым, при этом для юрлиц налоговый режим по корпоративным облигациям станет более благоприятным, чем по государственным и субфедеральным выпускам.

По нашим оценкам, с учетом разницы в налогообложении купонного дохода по корпоративным и государственным бумагам, премия в доходности 100 б.п. к ОФЗ по корпоративной бумаге для резидента — юрлица в терминах доходности «после налогов» трансформируется в ~45 б.п. При этом, в случае отмены налога на купонный доход по корпоративным облигациям (и неизменной ставки по госбумагам), премия доходности корпоративного бонда к ОФЗ «после налогов» вырастет почти до 200 б.п. В «новых условиях» корпоративные облигации будут давать премию в доходности к ОФЗ «после налогов» на уровне 100 б.п., даже если премия «номинальной» доходности к кривой госбумаг (до налогов) будет нулевой.

На практике «обнуление» спреда между качественным первым эшелонам и ОФЗ, в случае освобождения резидентов от уплаты налога на купонный доход, представляется нам маловероятным:

- ▶ Крупнейшие инвесторы в российские корпоративные облигации — банки (~50% рынка) — при исчислении налога на купонный доход учитывают понесенные расходы на фондирование позиции, а также операционные издержки. Это существенно ослабляет налоговую нагрузку — по факту она может быть ниже, чем по процентам, получаемым от владения госбумагами. Как следствие, выгода от возможной отмены налога на купонный доход по корпоративным бумагам для банков будет не такой существенной, чтобы оправдать «выравнивание» номинальных доходностей корпоративных облигаций первого эшелона и ОФЗ.
- ▶ Для банков суверенные облигации имеют преимущество перед корпоративными с точки зрения расчета группы нормативов ликвидности. Для целей расчета нормативов суверенные облигации считаются более ликвидными и входят в расчет всей линейки нормативов Н2-Н4, в то время как инвестиции в корпоративные выпуски (ломбардный список) входят только в нормативы Н3-Н4.
- ▶ ОФЗ выглядят предпочтительней с точки зрения дисконта по операциям РЕПО с ЦБ — 0% (начальный дисконт), против 5% по наиболее качественным корпоративным бондам.

## **ПРИЛОЖЕНИЕ 4. ИЗМЕНЕНИЯ В БАНКОВСКОМ РЕГУЛИРОВАНИИ (БАЗЕЛЬ 3)**

В рамках внедрения регулятивных норм Базель 3 с 1 января 2016 г. ЦБ планирует повысить коэффициенты риска по кредитам, выданным естественным монополиям, с 50% до 100% для расчёта коэффициента достаточности капитала Н1.0. Списка естественных монополий не существует, но они должны удовлетворять трем требованиям: 1) признаваться естественными монополиями согласно ФЗ №147; 2) входить в Ломбардный список ЦБ; 3) входить в список стратегических предприятий (Указ Президента №1009). По состоянию на 01.11.15 на балансах банков находилось 194 млрд руб. таких кредитов.

Повышенные коэффициенты риска могут привести к «удорожанию» кредитов естественным монополиям относительно облигаций, коэффициент рыночного риска по которым составляет 28-61% при сроках погашения 1-7 лет. Как следствие, можно ожидать замещения кредитов публичными инструментами заимствования.

Отметим, что замещение кредитов крупнейших российских корпораций облигациями и снятие нагрузки с банковского сектора вписывается в стратегию развития рынка облигаций, обозначенную в недавно опубликованном ЦБ проекте [«Основных направлений развития финансового рынка РФ в период 2016-2018 гг.»](#). Рынок облигаций называется в числе приоритетных направлений: с целью создания альтернативы рынку банковского кредитования Банк России планирует стимулировать первоклассных заемщиков к переходу на облигационный рынок. Высвобождающийся капитал банков, по задумке ЦБ, позволит им больше кредитовать непубличных заемщиков, которым сложно выйти на публичный рынок.

**ГАЗПРОМБАНК**

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1. Офис: ул. Коровий вал, 7

**Департамент анализа рыночной конъюнктуры****+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 23 75****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 983 18 80****ТОРГОВЛЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ****+7 (495) 988 24 10****ТОРГОВЛЯ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ****+7 (499) 271 91 04****Copyright © 2003 – 2015. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены**

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Акционерного общества) (далее — ГПБ (АО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако ГПБ (АО) не осуществляет проверку представленных в этих источниках данных и не несет ответственности за их точность и полноту. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно финансовых инструментов, эмитентов, описываемых событий и анализируемых ситуаций. Мнение ГПБ (АО) может отличаться от мнения аналитиков. Отчет соответствует дате его публикации и может изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (АО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Аналитические материалы по эмитентам, финансовым рынкам и финансовым инструментам, содержащиеся в отчете, не претендуют на полноту. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, представляется исключительно в информационных целях и не является советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги или иные финансовые инструменты, офертой или рекламой, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка. Отчет не может служить основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Ни аналитики, ни ГПБ (АО) не несут ответственность за действия, совершенные на основе изложенной в этом отчете информации. ГПБ (АО) и/или его сотрудники могут иметь открытые позиции, осуществлять операции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, выступать маркет-мейкером, агентом организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете.