



Александр Ермак, aermak@region.ru

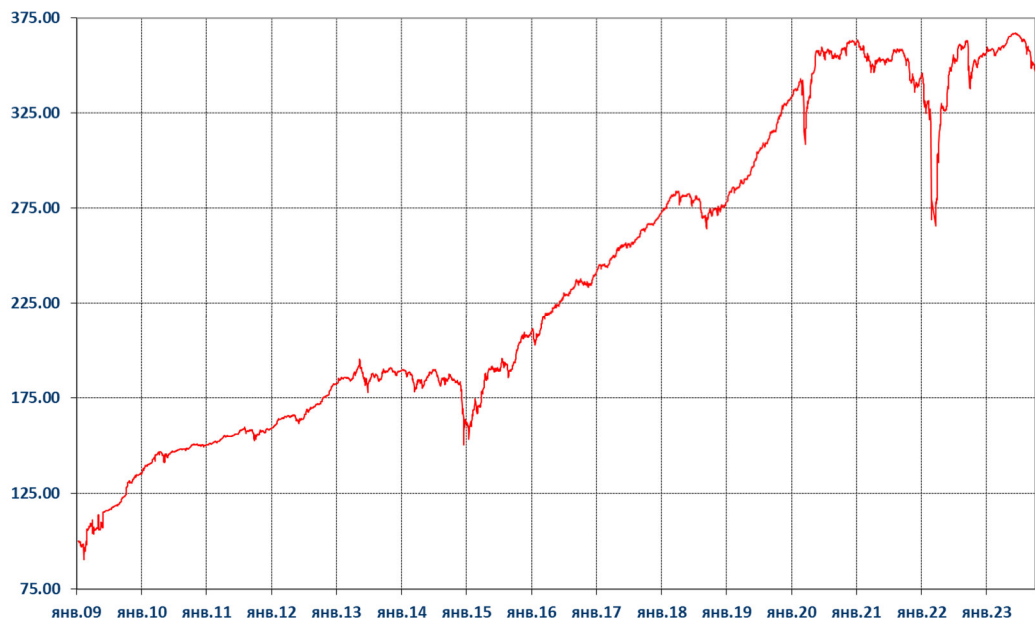
Мария Сулима, sulima@region.ru

**Рынок облигаций: ускорение падения цен на фоне
очередного роста неопределенности относительно ДКП Банка России**

ОБЗОР РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЗА 9 МЕСЯЦЕВ 2023Г.

В течение первых 9 месяцев 2023г. конъюнктура рынка внутренних облигаций определялась под влиянием, прежде всего, внутренних факторов, большая часть из которых в течение рассматриваемого времени имела негативный характер. К этим факторам можно отнести: инфляцию и инфляционные ожидания, денежно-кредитную политику Банка России и риторику его заявлений, политику заимствований Минфина РФ на внутреннем рынке государственных облигаций, резкое ослабление национальной валюты. В результате их влияния цены рублевых облигаций, прежде всего ОФЗ, по итогам первых девяти (и особенно в июле - сентябре) месяцев т.г. снизились, что привело к повышению доходности по всей «кривой». При этом «кривая» доходности ОФЗ приняла инверсную форму, благодаря опережающему росту ставок на коротком конце, по сравнению с более плавным повышением на длинном конце «кривой». Такая неопределенность на рынке, по нашим оценкам, может сохраниться и в течение большей части четвертого квартала 2023г. При этом мы не исключаем возможность дальнейшего повышения ключевой ставки Банка России до конца текущего года на 100-200 б.п. и сохранением ее на относительно высоком уровне в течение первых пяти – восьми месяцев 2024г.

Индекс совокупного дохода ОФЗ Московской биржи, %



Источники: приведенный индекс ОФЗ МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН» (на 01.01.2009г. значения индексов = 100)



Ключевые факторы, повлиявшие на рынок рублевых облигаций в первые 9 месяцев 2023г, и которые могут оказать влияние до конца 2023г. и в 2024г.

Основные внешние факторы

✓ **Геополитические риски.** «Идеальный шторм», сформированный санкционной войной против РФ, ползущей рецессией в ЕС и США, замедлением экономического роста Китая, ростом ставок, долговой нагрузкой и инфляции, сохраняющейся напряженностью между Китаем и США вокруг Тайваня был **внезапно усилен резким обострением на Ближнем Востоке**, что, как минимум, в обозримой перспективе станет основным фактором, который либо сформирует «девятый вал» и обрушит не только мировую экономику, но и мировое устройство, либо откатится назад, став «ледяным душем» для мировых геополитических элит.

✓ **Денежно – кредитная политика мировых Централных Банков.** Действия мировых банков, направленные на «обуздание» инфляции будут продолжены и далее. В сентябре на заседании ФРС была сохранена базовая ставка в диапазоне 5,25-5,5%. С марта 2022 года ФРС 11 раз повышала ключевую процентную ставку, доведя ее до самого высокого уровня за последние 22 года. Публикация итогов следующего заседания американского ЦБ состоится 1 ноября. Согласно прогнозам, опубликованным ФРС, в текущем году ставка может быть повышена еще один раз. По ожиданиям регулятора, прогнозная ставка к концу года будет на уровне 5,6% и 5,1% - к концу 2024г. Прогнозное значение на 2024 г. было понижено до 5,1%, ранее предполагалось, что ставка снизится до 4,6%. **По мере стабилизации и снижения инфляционного давления не ранее 2024г. мировые центральные банки приступят к поэтапному снижению ставок.**

✓ **Инфляция и экономический рост.** По итогам прошлого года годовая инфляция в ЕС составила 9,2%, в США - 6,45%. На 2023 г. прогноз по инфляции в зоне ЕС – 5,8%, в США - 3,5%. **Ожидается, что общая мировая инфляция снизится с 8,7% в 2022 г. до 6,9% в 2023 г. и 5,8% в 2024 г.** МВФ предполагает замедление темпа роста мировой экономики с 3,5% в 2022 г. до 3% в 2023 г. и 2,9% в 2024 г. В развитых экономиках ожидается замедление роста с 2,6% в прошлом году до 1,5% в текущем и далее до 1,4% в следующем, являясь прямым следствием ужесточения ДКП.

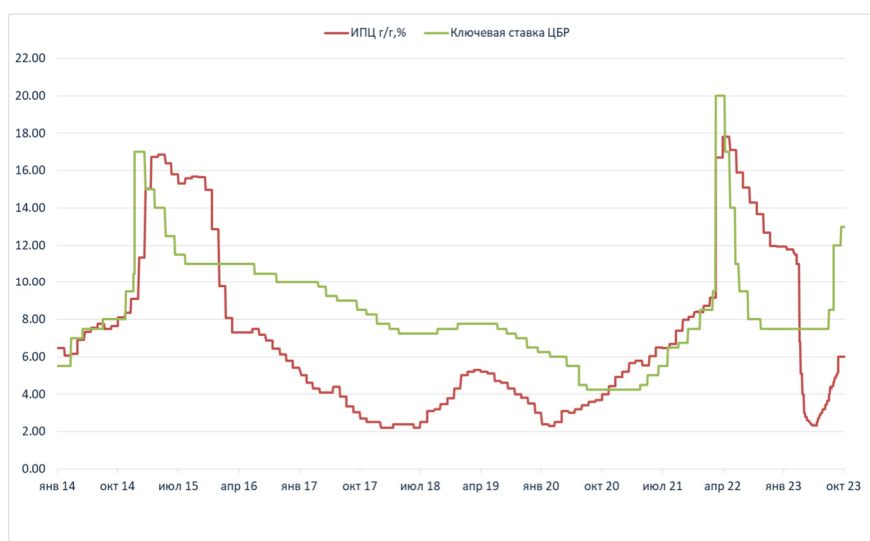
✓ **Динамика нефтяных цен.** Министерство энергетики США повысило прогноз цены нефти марки **Brent на 2023 г. с \$82,62 до \$84,46/бар. и на 2024 г. — до \$88,22/бар.** В 4 кв. 2023 г. ожидается повышение стоимости нефти Brent до \$93/бар. на фоне сокращения мировых запасов нефти на 0,2 млн бар. в сутки ввиду добровольного сокращения добычи нефти Саудовской Аравией и снижения экспорта нефти из РФ. В начале июня Россия и ОПЕК+ в очередной раз договорились продлить договор о сокращении добычи нефти на 2024 год. Дефицит поставок нефти на мировой рынок оценивается МЭА в примерно 3,3 млн бар. в сутки. При этом ОПЕК ожидает, что мировой спрос на нефть в 2023 г. вырастет на 2,4 млн баррелей в сутки, а в 2024-м — на 2,2 млн. 26 ноября страны ОПЕК соберутся на заседание для рассмотрения производственной политики на 2024 г. В начале декабря прошлого года был согласован и вступил в силу потолок цен на российскую нефть на уровне \$60/баррель, который по факту не соблюдается в расчетах. Цена российской нефти марки Urals превышала 80 долл./бар. в конце сентября 2023 г.



Основные внутренние факторы

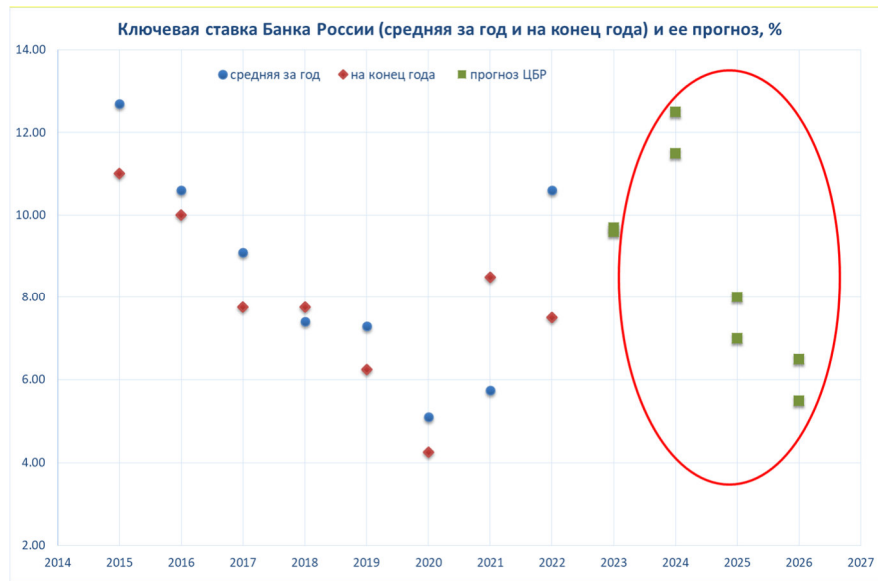
✓ **Инфляция.** На сентябрьском заседании Банк России повысил *интервальный прогноз по инфляции на конец 2023 г. с 5–6,5% до 6–7%*. Однако уже по итогам сентября инфляция достигла нижнего уровня прогноза регулятора. Ожидается, что с учетом проводимой весьма жесткой ДКП годовая инфляция вернется к 4% в 2024 г. и сохранится вблизи этой отметки в дальнейшем. Кроме того, была понижена верхняя граница прогноза по росту экономики России на 2024 г. с 0,5–2,5% до 0,5–1,5%. Прогноз по росту ВВП на 2023 г. остался прежним — 1,5–2,5%. По состоянию на 2 октября 2023 г. инфляция в РФ составила 5,9%.

ИПЦ vs. ключевая ставка Банка России

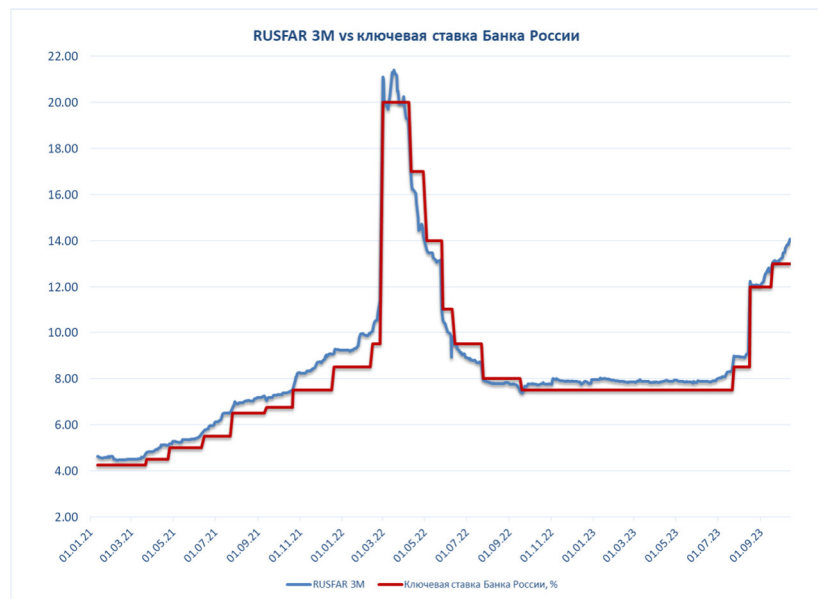


Источник: Росстат, Банк России

✓ **Денежно-кредитная политика Банка России.** Ближайшее заседание ЦБ РФ запланировано на 27 октября 2023 г., а на последнем сентябрьском заседании было принято решение об очередном повышении ключевой ставки на 100 б.п. до 13%. Учитывая, что по заявлению регулятора реализовались основные проинфляционные риски, в том числе рост внутреннего спроса на фоне роста реальных располагаемых доходов населения, отставание предложения от растущего потребительского спроса, ослабление рубля, то в этой связи требуется сохранять достаточно жесткую ДКП для ограничения масштаба отклонения инфляции вверх от цели в 4%. До конца текущего года осталось два заседания ЦБ по ключевой ставке (в октябре и декабре), на которых не исключено ее дальнейшее повышение. Согласно сентябрьскому прогнозу регулятора, ключевая ставка в 2024 г. ожидается в диапазоне 11,5–12,5% против прежнего прогноза 8,5–9,5%. В 2025 г. ЦБ ждет ставку на уровне 7–8% против 6,5–8,5% ранее. **В начале октября в ЦБ отмечали, что банк может сохранить высокую ставку на протяжении всего 2024 г.** Мы не исключаем сценарий повышения ставки до 14–15% при сохранении ее на достигнутом уровне до конца 1–2 квартала 2024 г.



Источник: Банк России



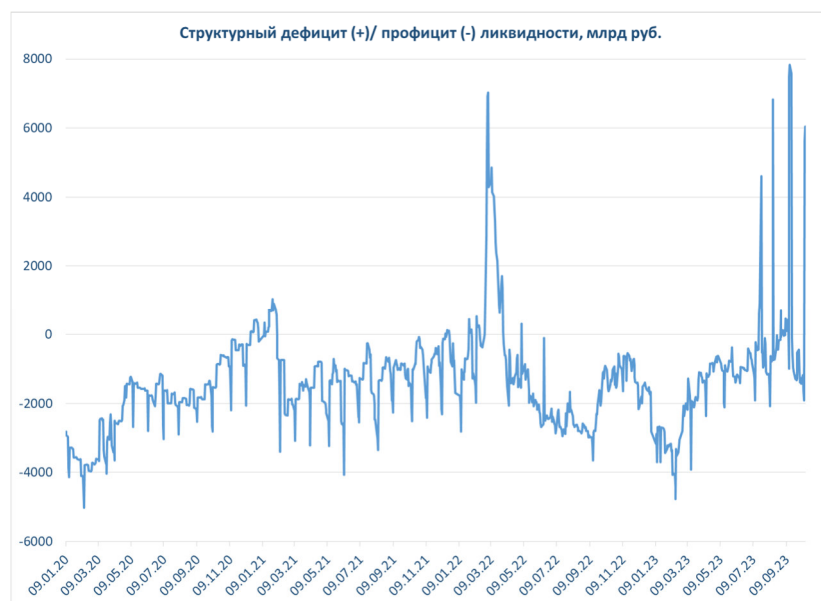
Источник: Московская биржа, Банк России, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

✓ **Курс рубля.** Существенное ослабление рубля является следствием изменений в торговом балансе - существенное сокращение текущего сальдо в годовом выражении, что связано со снижением экспортной выручки. Постепенное повышение объемов экспорта и подписанный Указ Президента об обязательной продаже экспортной выручки в течение ближайших 6 месяцев должны привести к стабилизации валютного курса рубля. **Повышение ключевой ставки, по мнению ЦБ, является основным фактором стабилизации валютного курса рубля.** Среди прочих причин стабилизации курса национальной валюты называются отказ от покупок иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках бюджетного правила, разработка механизма конвертации нацвалют, используемых во внешних расчетах, новая экспортная пошлина, привязанная к курсу, а также продажи валюты в рамках «зеркалирования» инвестиций из ФНБ. К концу 2023г. мы ожидаем стабилизацию курса национальной валюты на уровне ~90-95 руб. / долл. с дальнейшим колебанием в диапазоне 95-100 руб./долл. в первом квартале 2024 г.



Источник: Банк России

✓ **Ликвидность банковской системы.** Профицит ликвидности на конец 2 квартала 2023 г. составил 453 млрд руб., на конец 3 кв. – незначительно вырос до 529 млрд. руб. В течение квартала преимущественно сохранялся профицитный баланс банковской ликвидности. Тем не менее, **регулятор прогнозирует структурный баланс ликвидности на конец 2023 г. в диапазоне от профицита 0,7 трлн руб. до дефицита 0,2 трлн руб.** В прежней версии документа, представленной в августе, ЦБ ожидал только профицита ликвидности в размере 1,3–2,2 трлн руб. Кроме того, Банк России изменил прогноз прироста объема наличных денег в обращении по итогам 2023г.. Согласно новому документу, регулятор ожидает прироста на уровне 2,5–3 трлн руб. против 2–2,5 трлн руб. в предыдущем прогнозе. Профицит ликвидности на конец 2022 г. составил 2,8 трлн руб., что было ниже первоначального прогноза в диапазоне 3,3–3,9 трлн руб.

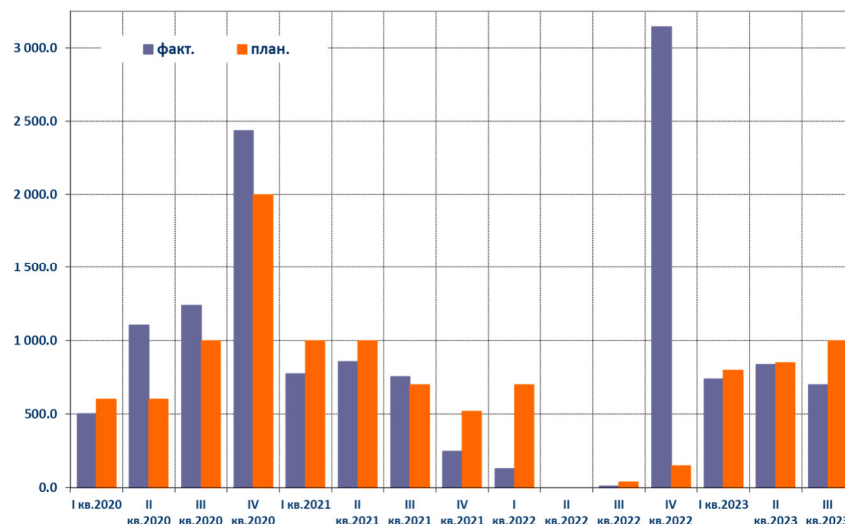


Источник: Банк России



✓ Политика Минфина РФ на первичном рынке ОФЗ. В 2023-2026гг. **внутренние заимствования будут выступать основным источником финансирования дефицита бюджета.** Согласно расчетам правительства, **в 2023г. размещение государственных ценных бумаг РФ на внутреннем долговом рынке оценивается в объеме 1 750,4 млрд руб.** Согласно проекту федерального бюджета, в 2024г. **размещение государственных ценных бумаг РФ на внутреннем долговом рынке планируется в объеме 2 625,5 млрд руб., в 2025 и 2026гг. – 2 946,5 и 3 556,5 млрд руб.** **На погашение рублевых госбумаг в 2023 году будет направлено 764,4 млрд руб., в 2024г. – 1,45 трлн руб., в 2025г. - 1,43 трлн руб.** Кроме того, было установлено, что в 2023г. Правительство РФ вправе осуществлять внутренние заимствования с превышением показателей верхнего предела государственного долга, программы госзаимствований на 2023г. в сумме до 1 000 млрд руб. в целях замещения использования средств Фонда национального благосостояния на указанную сумму. Однако, в сентябре 2023г. было принято решение не увеличивать объем государственных заимствований в текущем году. Планы привлечения на рынке ОФЗ в I, II, и III кварталах 2023г., которые были установлены на уровне 800, 850 и 1 000 млрд руб. соответственно, были выполнены в целом на 85,8%, благодаря суммарному размещению Минфином РФ гособлигаций порядка 2 274,4 млрд руб. **На четвертый квартал 2023г. план был установлен на уровне 500 млрд руб.**

Объемы размещения ОФЗ по-квартально, млрд руб.

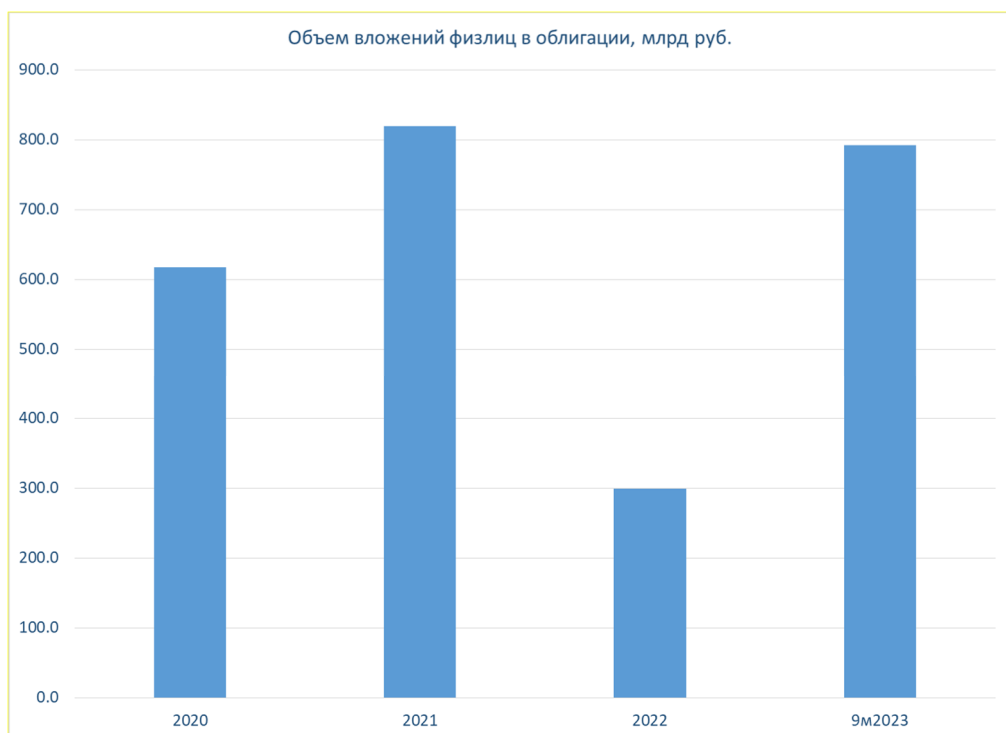


Источник: Минфин РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

✓ **Отсутствие притока новых денежных средств в пенсионные накопления НПФ и УК** говорит о сохранении относительно слабых возможностей НПФ увеличивать вложения на долговом рынке и в 2023г. Основным источником для вложений на рынке облигаций для институциональных инвесторов будут средства, полученные ими от погашений и выплат купонов. Суммарный объем погашений и объем выплат купонных доходов в 2023г. во всех сегментах рублевого облигационного рынка составляет порядка 4,53 трлн руб. (53,3% из которых приходится на погашение основного долга). В 2024г. ожидаемый на текущий момент общий объем погашения и выплат купонного дохода составляет порядка 6,73 трлн руб. (63% из которых приходится на основной долг), **т.е. +49% к уровню текущего года.**



✓ **Рост активности инвесторов – физических лиц.** В 2023г. наблюдается рост активности инвесторов – физических лиц. По данным Московской бирже на 1 октября 2023г. количество физлиц с открытыми брокерскими счетами превысило 27,484 млн, увеличившись на 4,58 млн или 20,0% к началу года. По данным МБ за 9 месяцев 2023г. физические лица вложили в облигации **более 792,1 млрд руб., что на 164,6% больше показателя за весь 2022г.**, который составил более 299 млрд руб. На вторичных торгах облигациями доля физлиц в среднем увеличилась за 9 месяцев 2023г. до 29,0% против 26,3% в 2022г. и 10,1% в 2021г. Росту активности физлиц на фондовом рынке способствует и опережающий рост ставок по облигациям по сравнению с депозитами. Согласно результатам мониторинга, проведенного Банка России в июле 2023г., максимальные процентные ставки по вкладам в российских рублях десяти кредитных организаций, привлекающих наибольший объем депозитов физических лиц, составили в первой декаде октября — 10,18% годовых (против 12,2-12,5% годовых по «коротким» выпускам ОФЗ).

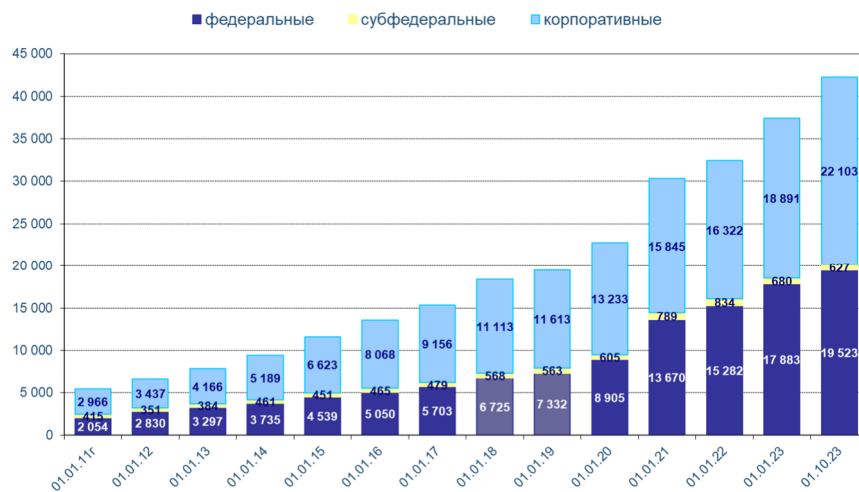




Объем и структура рынка рублевых облигаций

На 1 октября 2023г. рынок рублевых облигаций (без учета краткосрочных и коммерческих облигаций) по нашим оценкам составил около 42,25 трлн руб., что на 12,8% выше показателя на начало текущего года. При этом единственным сегментом, который показал снижение (-7,8%), был рынок субфедеральных облигаций, объем которого составил порядка 627,2 млрд руб. Объемы в обращении федеральных и корпоративных облигаций выросли на 9,2% и 17,0% до 19,52 и 22,12 трлн руб., соответственно.

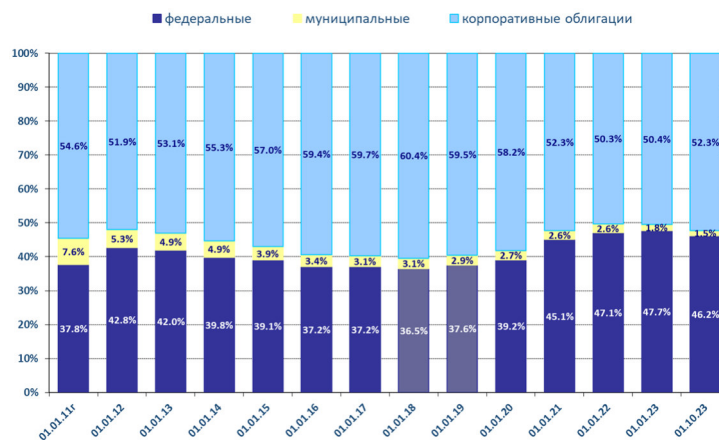
Объем рублевого облигационного рынка в обращении, млрд руб.



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Доля ОФЗ в первые девять месяцев 2023г. впервые после пятилетнего роста показала снижение с 47,7% до 46,2%. Доля субфедеральных облигаций снизилась до уровня 1,48% против 1,82% на начало 2023г., сохранив устойчивую тенденцию к снижению в течение последних 12+ лет (после того, как на начало 2010г. был зафиксирован их максимальный уровень 9,35%). При этом доля корпоративных облигаций выросла до 52,3%, достигнув уровня предыдущего максимума начала 2021г. (52,3%).

Структура рублевого облигационного рынка в обращении, %

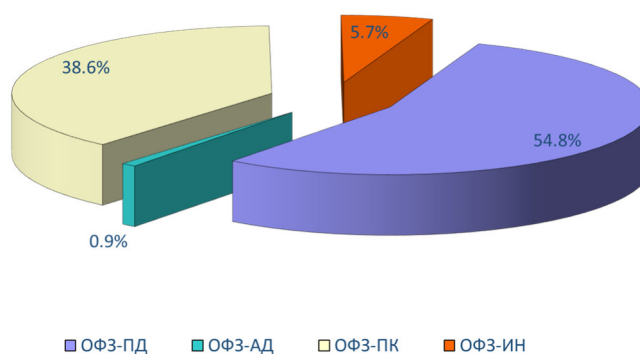


Источник: расчеты БК «РЕГИОН»



На рынке государственных облигаций основную долю около 54,4% занимают облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД), которая по итогам 9 месяцев 2023г. выросла на 0,4%. Продолжается снижение (на 0,3%) доли облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД) до 0,6%. Доля ОФЗ-ПК, аукционы по которым начались только во втором квартале текущего года, выросла с начала года на 0,7 п.п. до 39,3%. Около 5,7% (без изменения с начала года) рынка занимают облигации федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН), что стало результатом завершения размещения выпуска 52004, которое началось в сентябре 2021г., началом размещения выпуска 52005 и погашением выпуска 52001.

Структура рынка федеральных облигаций



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Кроме того, на 1 октября 2023г. на счетах физических лиц лежали **ОФЗ-н** трех выпусков на общую сумму 13,95 млрд руб., которая снизилась с начала года на 8,22 млрд руб. (-37,0%) за счет проведения физлицами полного погашения одного выпуска и частичного досрочного погашения данных трех выпусков. Напомним, что в 2022г. Минфин РФ решил не возобновлять размещение данных облигаций (после приостановки операций с ними в феврале прошлого года) в связи с достижением целей, поставленных при запуске эмиссии «народных ОФЗ», в части содействия повышению финансовой грамотности населения и привлечения граждан на финансовые рынки.

На рынке субфедеральных и муниципальных облигаций, обращающихся на МБ, на конец первой половины 2023г. было представлено 108 выпусков долговых ценных бумаг 39 регионов – эмитентов на общую сумму 615,43 млрд руб. по номинальной стоимости, а также 7 выпусков облигаций 4 органов местной власти на общую сумму 11,7 млрд руб. по номинальной стоимости.

Первое место на рынке вновь заняла Москва, объем облигаций которой составил 115,4 млрд руб. или 18,1% от общего объема. Второе место заняла Московская область, объем облигаций в обращении которой составил 97,6 млрд руб. или 15,3% от общего объема рынка субфедеральных облигаций. Замыкает «тройку лидеров» Свердловская область (53,5 млрд руб. или 7,4%). На долю регионов, занимающих с 4 по 10 места, приходится от 7,6% до 2,7% рынка. При этом первая десятка регионов занимает порядка 75,1% рынка субфедеральных облигаций.



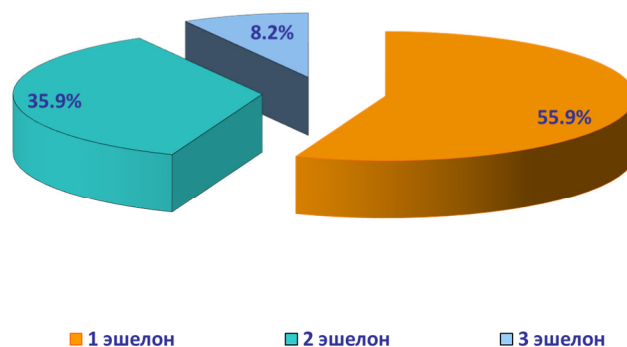
Крупнейшие эмитенты на рынке субфедеральных облигаций, % от общего объема

№ п.п.	Эмитент	Объем в обращении, млн руб.	Доля рынка, %	Количество выпусков	Доля, %
1	Москва	115 433.1	18.4%	3	2.6%
2	Московская обл.	93 350.0	14.9%	6	5.2%
3	Свердловская обл.	53 500.0	8.5%	9	7.8%
4	Санкт-Петербург	48 756.1	7.8%	3	2.6%
5	Нижегородская обл.	34 000.0	5.4%	4	3.5%
6	Саратовская обл.	33 500.0	5.3%	2	1.7%
7	Красноярский край	27 507.8	4.4%	5	4.3%
8	Республика Саха (Якутия)	25 050.0	4.0%	7	6.1%
9	Республика Башкортостан	19 000.0	3.0%	3	2.6%
10	Краснодарский край	19 000.0	3.0%	3	2.6%
11	Ульяновская обл.	17 175.0	2.7%	5	4.3%
12	Ярославская обл.	15 950.0	2.5%	4	3.5%
13	Самарская обл.	14 800.0	2.4%	4	3.5%
14	Новосибирская обл.	10 750.0	1.7%	4	3.5%
15	Белгородская обл.	9 927.0	1.6%	6	5.2%
16	Томская обл.	9 900.0	1.6%	2	1.7%
17	г. Новосибирск	7 600.0	1.2%	3	2.6%
18	Республика Коми	7 500.0	1.2%	1	0.9%
19	Ставропольский край	6 450.0	1.0%	2	1.7%
20	Оренбургская обл.	6 000.0	1.0%	2	1.7%

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

По нашим оценкам, доля облигаций региональных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) составила 55,9% на конец девяти месяцев. В обращении находится 30 выпусков 9 эмитентов на общую сумму 350,34 млрд руб. Доля облигаций второго и третьего эшелонов составила 35,9% и 8,2% соответственно. В обращении находится 62 и 21 выпуска 23 и 13 эмитентов на общую сумму порядка 226,1 и 52,3 млрд руб. соответственно.

Эшелонированность рынка субфедеральных облигаций, % от общего объема

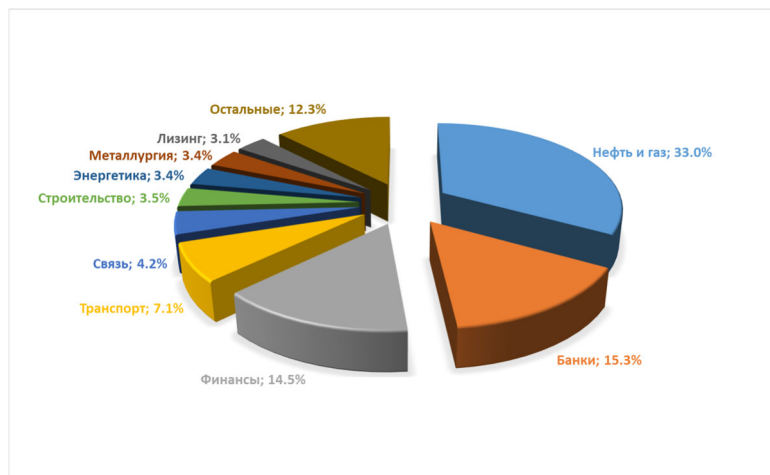


Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»



На рынке корпоративных облигаций на 1 октября 2023г. в обращении на Московской бирже находилось 1977 (на 64 выпуска больше по сравнению с началом года) выпуска 379 (на 8 эмитентов больше по сравнению с началом года) эмитента (без учета краткосрочных облигаций). Максимальную долю на рынке по-прежнему сохраняет нефтегазовый сектор с объемом более 5,7 трлн руб. или 33,0% от общего объема корпоративных облигаций в обращении. На втором месте с долей рынка 15,3% находятся банковские облигации общим объемом 2,64 трлн руб. Еще порядка 14,5% и 3,1% (3 и 9 места) занимают облигации финансовых (наибольшую долю среди которых занимают облигации ИА ДОМ.РФ, ДОМ.РФ и ВЭБ.РФ) и лизинговых компаний соответственно. Таким образом, на финансовый сектор приходится порядка 33,0% от общего объема корпоративных облигаций в обращении, что стало на 2,4% ниже показателя на начало года. Кроме того, порядка 1,0% рынка занимают облигации МФО. Реальная экономика (кроме лидера – нефтегазовой отрасли) представлена также транспортным сектором (4-е место, 7,1%), связью (4,2%), строительством (включая строительство жилья) (3,5%), металлургией и энергетикой (по 3,4%). На долю остальных отраслей приходится 12,3% рынка, при этом максимальная доля не превышает 2,7%.

Отраслевая структура рынка корпоративных облигаций, % от общего объема



Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН».

Эшелонированность рынка корпоративных облигаций, % от общего объема



Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»



Доля облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством), по нашим оценкам, составила 76,3% против 66,7% на начало 2023 г. от суммарного объема рынка соответственно. Доля облигаций второго эшелона составляет, по нашим оценкам, 13,9% (22,0% на начало года), третьего эшелона – 8,7% (9,0% на начало года). На конец девяти месяцев 2023г. в обращении на рынке находилось 302 выпусков высокодоходных облигаций (ВДО) 158 эмитентов (против 239 и 135 соответственно на начало года) на общую сумму порядка 176,6 млрд руб. по номинальной стоимости, а их доля составила 1,0% против 0,8% на начало 2023 года.

Крупнейшими эмитентами корпоративных облигаций, обращающихся на МБ, являются: НК Роснефть (с долей 20,0% против 21,5% в начале года), Газпром Капитал (10,0% против 3,7%), ДОМ.РФ / ИА ДОМ.РФ (8,5% против 8,6%), Газпром / РЖД (5,7% против 5,9%). Среди кредитных организаций крупнейший эмитентом является Сбербанк (5,0% против 5,7%). На долю 10 крупнейших корпоративных эмитентов приходится порядка 60,8%, а на долю 30 крупнейших эмитентов - 78,8% (против 57,9% и 77,0% на начало года соответственно).

Крупнейшие эмитенты на рынке корпоративных облигаций, % от общего объема

№ п.п.	Эмитент	Объем в обращении, млн руб.	Доля рынка, %	Количество выпусков	Доля, %
1	НК Роснефть	3 445 396.1	20.0%	37	1.9%
2	Газпром /Газпром Капитал	1 717 701.9	10.0%	51	2.6%
3	ДОМ.РФ / Дом.РФ ИА	1 453 814.4	8.5%	82	4.1%
4	РЖД	973 200.0	5.7%	49	2.5%
5	Сбербанк	862 081.4	5.0%	359	18.2%
6	ВЭБ.РФ	683 355.7	4.0%	31	1.6%
7	ВТБ	443 986.4	2.6%	156	7.9%
8	ФСК - Россети	353 000.0	2.1%	28	1.4%
9	Газпромбанк	280 689.5	1.6%	36	1.8%
10	СИБУР Холдинг	239 068.4	1.4%	12	0.6%
11	АФК Система	229 700.0	1.3%	23	1.2%
12	ГТЛК	227 123.2	1.3%	29	1.5%
13	Россельхозбанк	221 477.8	1.3%	33	1.7%
14	МТС	199 000.0	1.2%	18	0.9%
15	ГМК НорНикель	197 393.3	1.1%	5	0.3%
16	АЛЬФА-БАНК	192 751.9	1.1%	24	1.2%
17	Газпром нефть	192 000.0	1.1%	11	0.6%
18	Ростелеком	180 000.0	1.0%	16	0.8%
19	Автодор	161 639.6	0.9%	13	0.7%
20	Концерн РОССИУМ	150 000.0	0.9%	9	0.5%
21	ВымпелКом	138 205.1	0.8%	16	0.8%
22	РУСАЛ ОК	136 140.0	0.8%	6	0.3%
23	ЕАБР	133 990.8	0.8%	11	0.6%
24	РусГидро	125 000.0	0.7%	7	0.4%
25	Почта России	119 807.9	0.7%	18	0.9%
26	СУЭК-Финанс	109 496.5	0.6%	5	0.3%
27	ФосАгро	109 266.9	0.6%	4	0.2%
28	Банк ФК Открытие	102 373.8	0.6%	11	0.6%
29	СОПФ Инфраструктурные облигации	90 000.0	0.5%	6	0.3%
30	Промсвязьбанк	81 390.0	0.5%	7	0.4%

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»



В конце 2022г. на рынке появился новый инструмент - «замещающие» облигации. «Замещающие» облигации — это выпущенные по российскому праву и обращающиеся внутри российской инфраструктуры облигации, которые инвестор может получить взамен ранее выпущенных еврооблигаций эмитента. Параметры замещающих облигаций должны быть аналогичны параметрам замещаемого выпуска еврооблигаций по сроку погашения, размеру дохода, календарю купонных выплат и номинальной стоимости.

На 1 октября 2023г. в обращении находилось 33 выпуска «замещающих» облигаций 7 компаний, из которых 22 выпуска номинированы в долларах США, 9 выпусков в евро и по одному выпуску в фунтах и швейцарских франках. При этом у Газпром Капитала в обращении находится 21 выпуск во всех четырех валютах, остальные в долларах США: 4 выпуска НК ЛУКОЙЛ, 2 выпуска ФосАгро, по одному выпуску: Совкомфлот, ХК Металлоинвест, Борец Капитал и ММК.

Эмитенты	Выпуски	Заявленный объем, млн	Размещенный объем, млн	Валюта	Доля размещения, %
7	22	22 478	12 613.115	\$	56.1%
1	9	7 500	3 563.966	EUR	47.5%
1	1	850	411.244	GBP	48.4%
1	1	500	173.185	CHF	34.6%

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Общий объем в обращении «замещающих» облигаций в рублевом эквиваленте (по официальным курсам на 1 октября 2023г.) составил 1 000,041 млрд руб. или 6,0% от общего объема рынка корпоративных облигаций в обращении.

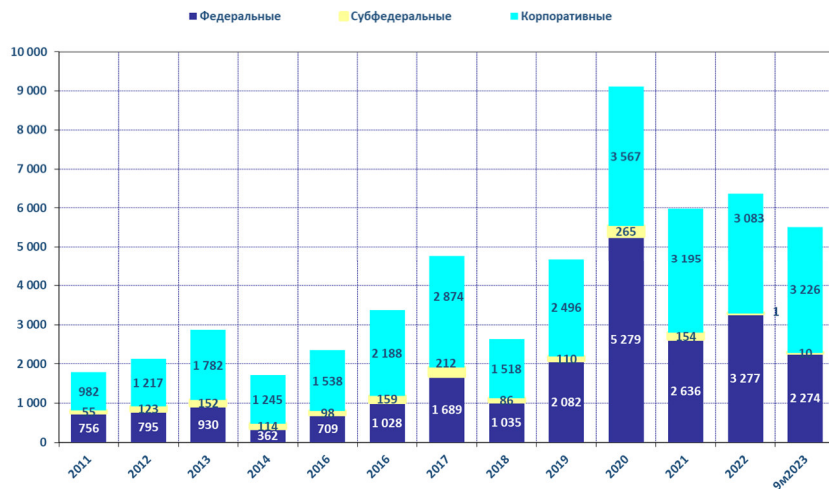
Несколько ранее на долговом рынке также появился еще один новый инструмент - корпоративные облигации, номинированные в китайских юанях. Первые облигации появились на рынке только в начале августа 2022г., но быстро завоевали интерес как эмитентов, так и инвесторов, что позволило им занять определённую нишу на облигационном рынке. На 1 октября 2023г. в обращении находилось 22 выпуска номинированных в юанях облигаций 14 эмитентов на общую сумму 73,14 млрд юаней или в рублевом эквиваленте 996,0 млрд (5,8% от общего объема рынка в обращении).



Основные показатели первичного рынка

Объем первичных размещений рублевых облигаций по итогам первых девяти месяцев 2023г. составил, по нашим оценкам, около 5 985,1 млрд руб., что более чем в 3,5 раз выше показателя аналогичного периода 2022 года. При этом первичный рынок ОФЗ составил 2 274,4 млрд руб., а на рынке корпоративных облигаций объем размещения составил порядка 3 226,1 млрд руб., что в 16 и 2,3 раза выше уровня аналогичного периода предыдущего года. На рынке субфедеральных облигаций прошло одно доразмещение и три новых размещения на сумму 10 млрд руб. по сравнению с отсутствием размещений за 9 месяцев 2022г.

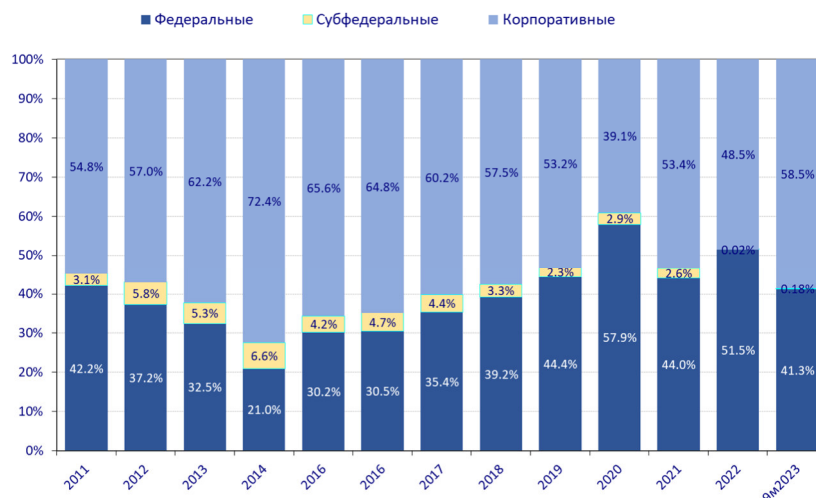
Объем первичного размещения облигаций в 2011–2023гг., млрд руб.



Источники: Минфин РФ, Московская Биржа, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

На долю ОФЗ пришлось 41,3% от общего объема размещений (8,6% по итогам 9 месяцев 2022г.). На долю корпоративных и субфедеральных облигаций пришлось 58,5% и 0,18% соответственно.

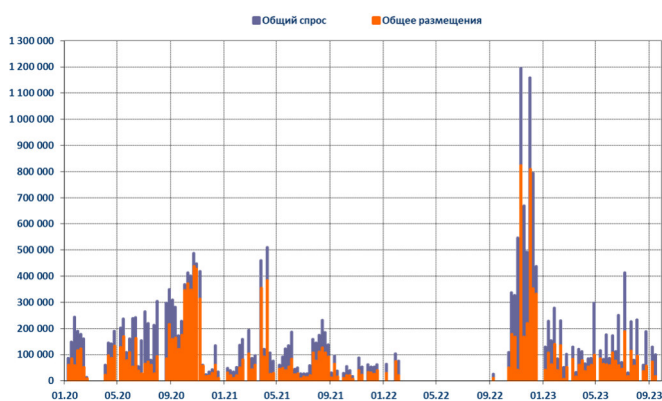
Структура первичного размещения облигаций в 2011–2022гг., млрд руб.



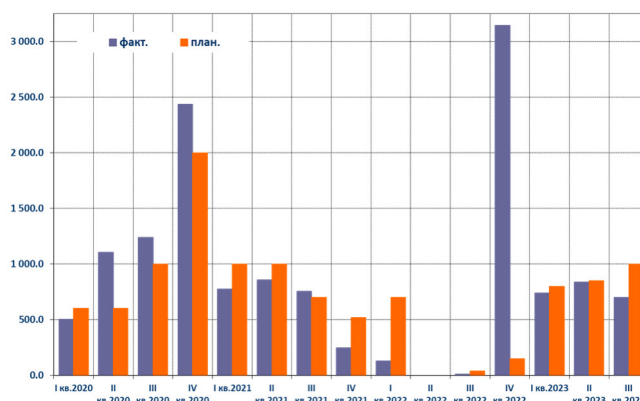
Источники: Минфин РФ, Московская Биржа, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

По итогам состоявшихся в январе – сентябре т.г. тридцати четырех аукционных дней (из 36 запланированных) объем размещения Минфином РФ гособлигации составил порядка 2 274,4 млрд руб., обеспечив на 85,8% выполнение «плана» привлечения на рынке ОФЗ в I, II и III кварталах 2023г., который был установлен на уровне 800, 850 и 1 000 млрд руб. соответственно. При этом план на третий квартал был исполнен на 70,0%, что стало худшим результатом с начала года.

Объем спроса и размещения ОФЗ, млн руб.



Объемы размещения ОФЗ по-квартально, млрд руб.



Источник: Минфин РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

С начала 2023г. на первичном рынке субфедеральных облигаций прошло одно доразмещение и три размещения новых выпусков на общую сумму 10 млрд руб.

Магаданская область доразместила облигации выпуска 34002 в объеме 1 млрд руб. Сбор заявок на бумаги прошел 10 февраля, техническое размещение бумаг на бирже - 14 февраля 2023 г. Цена размещения - 100% от номинальной стоимости, доходность к погашению - 11,04% годовых.

По итогам сбора заявок, который состоялся 25 апреля 2023г., ставка 1-го купона по облигациям Ульяновской области выпуска 34005 была установлена в размере 10,6% годовых (по сравнению с первоначальным ориентиром не выше 10,97% годовых). Техническое размещение бумаг на бирже состоялось 27 апреля 2023г. Общий объем выпуска облигаций по номинальной стоимости - 3 млрд руб. Срок обращения бумаг - 5 лет. Погашение номинальной стоимости облигаций осуществляется амортизационными частями: 40% в дату окончания 8-го купона, 10% в дату окончания 12-го купона, 30% в дату окончания 18-го купона, 20% в дату окончания 20-го купона.

29 июня 2023г. сбор книги заявок инвесторов провела Республика Башкортостан. К размещению был предложен выпуск облигаций объемом 5,5 млрд руб. со сроком обращения 3 года и амортизацией долга, которая обеспечит дюрацию на уровне 2,5 года. Ориентир по доходности был установлен на уровне значения G-кривой ОФЗ на сроке 2,5 года +120-140 б.п., что соответствовало 9,95-10,17% годовых (купон 9,60-9,80% годовых). По итогам сбора заявок ставка первого купона была установлена на уровне 9,35% годовых, что соответствует доходности к погашению 9,69% годовых (спред к G-кривой ОФЗ 96 б.п.). Техническое размещение на Московской бирже прошло 4 июля 2023г.

22 сентября 2023г. сбор книги заявок инвесторов провела Магаданская область. К размещению были предложены облигации объемом 500 млн руб. при общем заявленном объеме выпуска 2 млрд руб. Срок обращения 5 лет и амортизация долга, которая обеспечит дюрацию на уровне 3,17 года. Ориентир по купону был установлен на уровне 15,0% годовых (купон 9,60-9,80% годовых). По итогам сбора заявок ставка первого купона была установлена на уровне 13,75% годовых, что соответствует доходности к погашению 14,48% годовых (спред к G-кривой ОФЗ 252 б.п.). Техническое размещение на Московской бирже прошло 27 сентября 2023г.



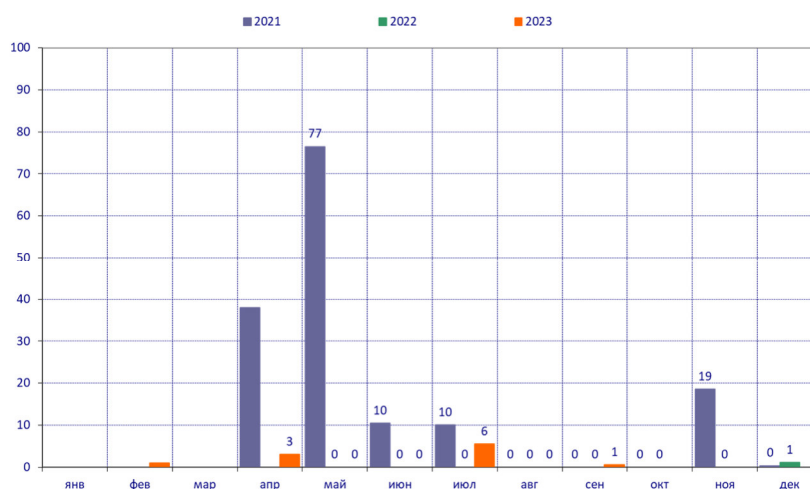
Итоги размещения в 2023г.

Эмитент	Выпуск	Дата размещения	Дата погашения	Объем выпуска, млн.руб.	Объем размещ., млн. руб.	Текущий купон, %	Доход-сть при размещении	Дюрация, лет	Спрэд к ОФЗ, б.п.	Рейтинги
Магаданская обл. *	34002	14.02.23	17.12.27	1 000	1 000	10.61	11.04	3.14	222	BBB-(RU)Ct / ruBBB+/Ct
Ульяновская обл.	34005	27.04.23	26.04.28	3 000	3 000	10.60	11.03	2.87	250	- / ruBBB-/Ct
Республика Башкортостан	34013	04.07.23	30.06.26	5 500	5 500	9.35	9.69	2.49	96	- / ruAA+/Ct
Магаданская обл.	34003	27.09.23	20.09.28	2 000	500	13.75	14.48	3.17	252	BBB-(RU)Ct / ruBBB+/Ct

* доразмещение

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Объем размещения субфедеральных облигаций, млрд руб.



Источники: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Объем и структура внутреннего государственного долга субъектов РФ

Виды ДО	Объем, млрд руб. по состоянию на:		Изменение	
	01.01.2023	01.08.2023	млрд руб.	%
государственные ценные бумаги	651.79	626.965	-24.821	-3.8%
кредиты от КО	126.21	58.981	-67.231	-53.3%
бюджетные кредиты	1979.92	2 366.769	386.850	19.5%
госгарантии	24.91	28.249	3.343	13.4%
иные ДО	5.86	3.235	-2.625	-44.8%
Всего	2788.69	3 084.199	295.514	10.6%

Источник: Минфин РФ, расчет ООО «БК РЕГИОН»

В текущем году мы ожидали повышение активности на первичном рынке субфедеральных облигаций, о чем свидетельствуют зарегистрированные на начало сентября т.г. условия эмиссии уже 26 субъектов и МО РФ. Однако, существенный рост процентных ставок на рублевом долговом рынке может существенно скорректировать планы субъектов РФ.



Зарегистрированные условия эмиссии облигаций

Эмитент	Регистрационный номер и дата государственной регистрации Условий эмиссии	Нормативный правовой акт, которым утверждены Условия эмиссии	Форма облигаций	Срок обращения
Министерство финансов Республики Башкортостан	BAS-014/00885 от 22.02.2023	Приказ Министерства финансов Республики Башкортостан от 01.02.2023 № 23	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 10 лет
Министерство финансов Свердловской области	SVS-015/00886 от 01.03.2023	Приказ Министерства финансов Свердловской области от 01.02.2023 № 47	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 10 лет
Министерство финансов Республики Саха (Якутия)	RSY-024/00887 от 10.03.2023	Приказ Министерства финансов Республики Саха (Якутия) от 02.02.2023 № 01-04/137-Н	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 30 лет
Министерство финансов и бюджетной политики Белгородской области	BEL-024/00888 от 21.03.2023	Приказ Министерства финансов и бюджетной политики Белгородской области от 21.02.2023 № 36	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом	от 1 года до 30 лет
Министерство финансов и бюджетной политики Белгородской области	BEL-025/00889 от 21.03.2023	Приказ Министерства финансов и бюджетной политики Белгородской области от 21.02.2023 № 37	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 30 лет
Министерство экономики и финансов Московской области	MOO-014/00890 от 29.03.2023	Распоряжение Министерства экономики и финансов Московской области от 10.02.2023 № 24РВ-5 (с изменениями от 23.03.2023 № 24РВ-13)	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 10 лет
Министерство экономики и финансов Московской области	MOO-015/00891 от 29.03.2023	Распоряжение Министерства экономики и финансов Московской области от 09.03.2023 № 24РВ-8 (с изменениями от 27.03.2023 № 24РВ-14)	документарные с обязательным централизованным хранением с переменным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 10 лет
Министерство финансов Ульяновской области	ULN-005/00892 от 29.03.2023	Приказ Министерства финансов Ульяновской области от 03.03.2023 № 17-пр	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 30 лет
Министерство финансов Магаданской области	MGN-005/00893 от 13.04.2023	Приказ Министерства финансов Магаданской области от 16.03.2023 № 37	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 30 лет
Министерство финансов и налоговой политики Новосибирской области	ANO-013/00894 от 19.04.2023	Приказ Министерства финансов и налоговой политики Новосибирской области от 15.03.2023 № 16-НПА	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 30 лет
Департамент финансов Ханты-Мансийского автономного округа - Югры	HMN-009/00895 от 21.04.2023	Приказ Департамента финансов Ханты-Мансийского автономного округа - Югры от 30.03.2023 № 12-нп	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 5 до 8 лет
Правительство Москвы	MOS-046/00896 от 26.04.2023	Постановление Правительства Москвы от 18.04.2023 № 684-ПП	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом	от 1 года до 30 лет



Правительство Москвы	MOS-047/00897 от 26.04.2023	Постановление Правительства Москвы от 18.04.2023 № 685-ПП	документарные с обязательным централизованным хранением с постоянным купонным доходом	от 1 года до 30 лет
Департамент финансов Томской области	TMS-035/00898 от 11.05.2023	Приказ Департамента финансов Томской области от 11.04.2023 № 11	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 10 лет
Министерство финансов Калининградской области	KLN-007/00899 от 12.05.2023	Приказ Министерства финансов Калининградской области от 10.03.2023 № 37 (с изменениями от 19.04.2023 № 73)	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом	до 30 лет
Министерство финансов Калининградской области	KLN-008/00900 от 12.05.2023	Приказ Министерства финансов Калининградской области от 10.03.2023 № 38 (с изменениями от 19.04.2023 № 74)	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным/постоянным купонным доходом	от 1 года до 5 лет
Мэрия города Новосибирска	NSB-021/00901 от 22.05.2023	Постановление Мэрии города Новосибирска от 10.04.2023 № 1735	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 10 лет
Администрация города Томска	TOM-020/00902 от 05.06.2023	Постановление Администрации города Томска от 04.05.2023 № 308	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	до 5 лет
Департамент финансов Томской области	TMS-036/00903 от 22.06.2023	Приказ Департамента финансов Томской области от 11.04.2023 № 10 (с изменениями от 13.06.2023 № 17)	бездокументарные с постоянным купонным доходом	от 1 года до 5 лет
Администрация города Красноярска	KRN-010/00904 от 22.06.2023	Постановление Администрации города Красноярска от 22.05.2023 № 334	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 5 лет
Министерство управления финансами Самарской области	SAM-018/00905 от 12.07.2023	Приказ Министерства управления финансами Самарской области от 23.05.2023 № 01-07/36н	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 30 лет
Министерство финансов Краснодарского края	KND-009/00906 от 12.07.2023	Приказ Министерства финансов Краснодарского края от 26.05.2023 № 173	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 10 лет
Министерство финансов Челябинской области	CLB-003/00907 от 13.07.2023	Приказ Министерства финансов Челябинской области от 15.06.2023 № 28-НП	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 10 лет
Министерство финансов Республики Карелия	KAR-021/00908 от 09.08.2023	Приказ Министерства финансов Республики Карелия от 30.06.2023 № 411	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 10 лет



Министерство финансов Нижегородской области	NJG-020/00909 от 07.09.2023	Приказ Министерства финансов Нижегородской области от 30.08.2023 № 174	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 5 до 10 лет
---	-----------------------------	--	---	----------------

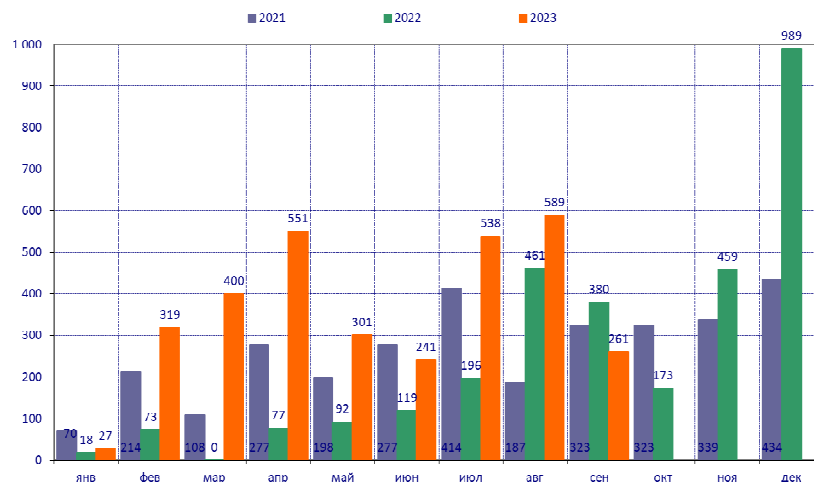
Источник: Минфин РФ

На **первичном рынке корпоративных облигаций** по итогам первых девяти месяцев 2023г. было размещено 946 выпусков рублевых облигаций на общую сумму порядка 3 226,1 млрд руб. (без учета краткосрочных, коммерческих и замещающих облигаций), включая пять выпусков облигаций в юанях общим объемом 20,87 млрд юаней (или 233,782 млрд руб.). Кроме того, с начала года прошло 29 сделок по размещению выпусков (включая дополнительные) замещающих облигаций в долларах США, евро, фунтах стерлингов и швейцарских франках на общую сумму эквивалентную 680,8 млрд руб.

Вне биржи было размещено 567 выпусков (около 60% от общего количества) корпоративных облигаций на общую сумму около 594,8 млрд руб. или около 14,4% от общего объема, включая 525 выпуска структурных облигаций на 245,7 млрд руб. или 7,6% от общего объема размещения или 41,3% от внебиржевого размещения. Кроме того, большую долю во внебиржевом размещении занимают облигации государственных корпораций за счет средств ФНБ.

Максимальную долю на рынке рублевых облигаций порядка 63,6% заняли облигации **реального сектора** с общим объемом более 1 288 млрд руб. Около 12,9% и 23,4% от общего объема размещения рублевых облигаций пришлось на **банковский** (302,6 млрд руб.) и **финансовый сектора** (547,6 млрд руб.). При этом около 43% из этого объема пришлось на 17 крупных сделок объемом 40-60 млрд руб. (Газпром Капитал, НК Роснефть, ГМК НорНикель, ВЭБ.РФ, ДОМ.РФ, Сбербанк).

Объем размещения корпоративных облигаций, млрд руб.

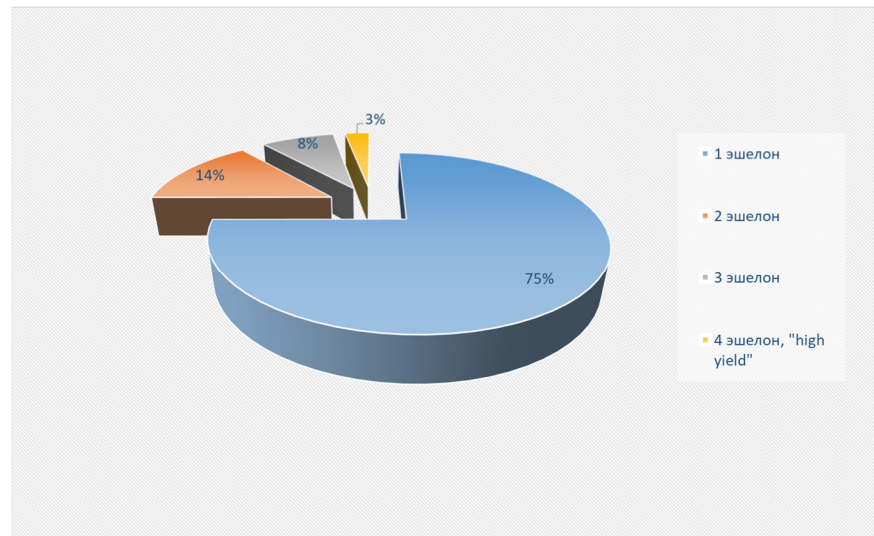


Источники: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

На первичном биржевом рынке преобладало размещение облигаций **первого эшелона**: на 139 выпусков (около 44,7% от общего количества) пришлось около 1 752,7 млрд руб. (более 75% от общего объема). На долю 39 и 40 выпусков **второго и третьего эшелонов** пришлось 329,4 и 192,0 млрд руб. соответственно (или 14,1% и 5,9%). На 93 выпуска (около 30% от общего количества) **ВДО** с объемом 64,3 млрд руб. пришлось около 2,7% от общего объема размещений рублевых облигаций.



Эшелонированность первичного рынка корпоративных облигаций, % от общего объема



Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»

С точки зрения **срочности новых облигаций**, у более 49% всех размещений облигаций срок обращения составлял 1-3 года, по большей части более долгосрочным выпускам обычно предусмотрена либо амортизация долга, либо плавающий купон или дополнительный доход, привязанный у определённого активу.

На рынке облигаций, **номинированных в юанях** в текущем году (а точнее в марте - мае) прошло пять сделок: вторые выпуски размесили НК Роснефть (15 млрд юаней) и ЮГК (600 млн юаней), дебютные выпуски Совкомфлота (2,6 млрд. юаней), ФосАгро (2,0 млрд юаней) и ЕСЭ-Гидрогенерация (670 млн).

Обороты вторичного рынка

По итогам 9 месяцев 2023г. объем биржевых сделок с рублевыми облигациями составил порядка 4 712,8 млрд руб., что на 29,5% выше показателя за аналогичный период предыдущего года. При этом в сегменте федеральных облигаций наблюдалось снижение объема сделок на 4,0% до 2 584,1 млрд руб. Повышение объема сделок на 32,7% было зафиксировано в субфедеральном сегменте. Более чем на 127% выросли объёмы торгов корпоративными облигациями до 2 091,0 млрд руб. На долю гособлигаций пришлось около 54,8% от суммарного объема, на долю субфедеральных и корпоративных облигаций – 0,8% и 44,4%. Можно отметить, что по итогам 9 месяцев 2023г. приостановилось (по сравнению с первой половиной т.г., когда их доля составляла 50,5%) снижение доли ОФЗ в суммарном объеме биржевых торгов, которое началось в прошлом году после ее неуклонного роста с 2016 по 2021гг.

Рисунок. Объем биржевых сделок с облигациями, млрд руб.

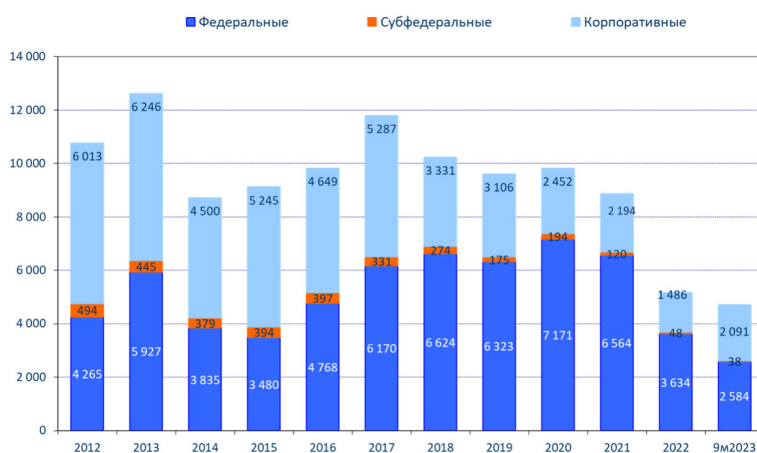
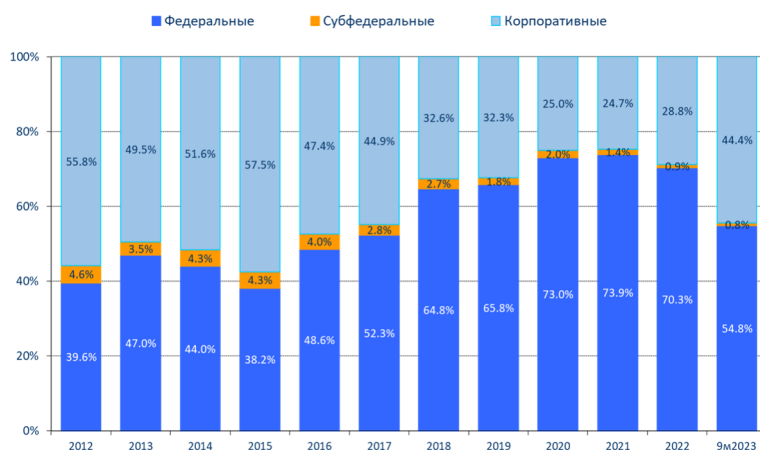


Рисунок. Структура биржевых сделок с облигациями, в % от суммарного объема

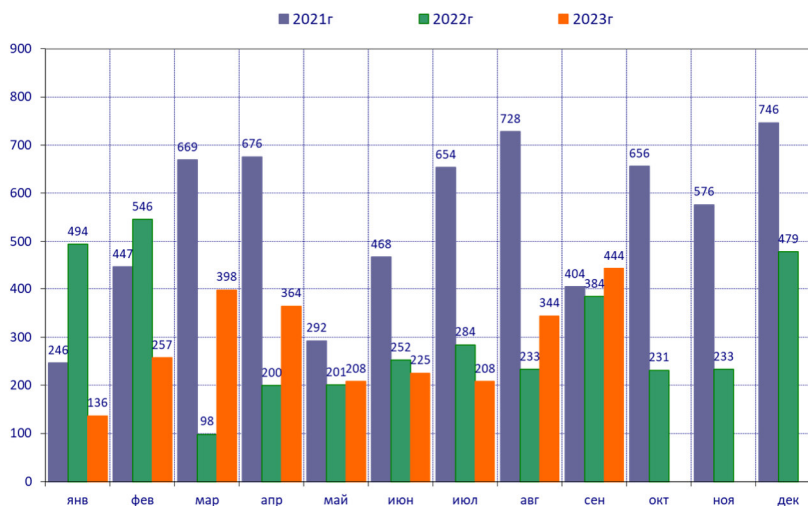


Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

На рынке ОФЗ в течение первых девяти месяцев слабая активность по сравнению с уровнем предыдущих двух лет, сменялась более высокой относительно аналогичных месяцев предыдущего года, когда торги долгое время не проводились, и только по итогам сентября объем сделок превысил показатели двух предыдущих лет, благодаря росту активности торгов в РПС с отдельными выпусками

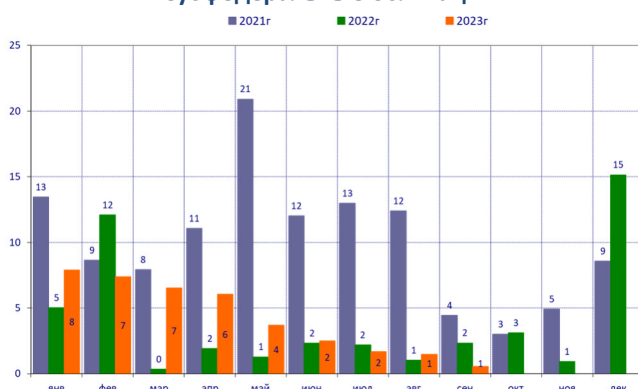
ОФЗ-ПК, доля которых достигла 47,7% (против 28% в среднем за первые 8 месяцев). Среднедневные обороты в январе составили 6,5 млрд руб. (самый низкий показатель за последние 7 лет), после чего показали рост до 13,5 и 18,1 млрд руб. в феврале и марте т.г. В апреле среднедневной показатель был улучшен до 18,2 млрд руб., но в мае - июле вновь наметилось существенное снижение до 9,9 - 10,7 млрд руб. соответственно. В августе объем торгов вырос до 14,95 млрд руб., а по итогам сентября был показан максимум с начала года – на уровне 21,1 млрд руб.

Объем биржевых торгов с ОФЗ, млрд руб.

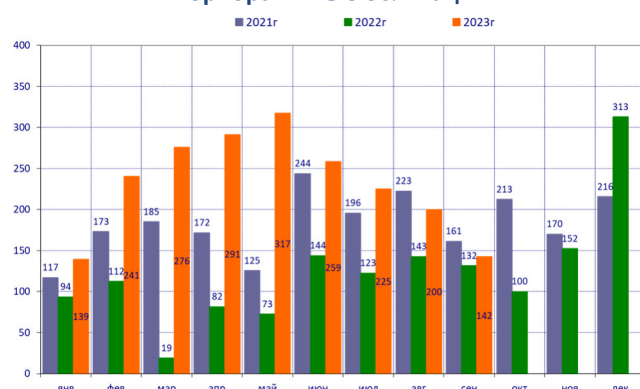


Объем биржевых торгов, млрд руб.

Субфедеральные облигации



Корпоративные облигации



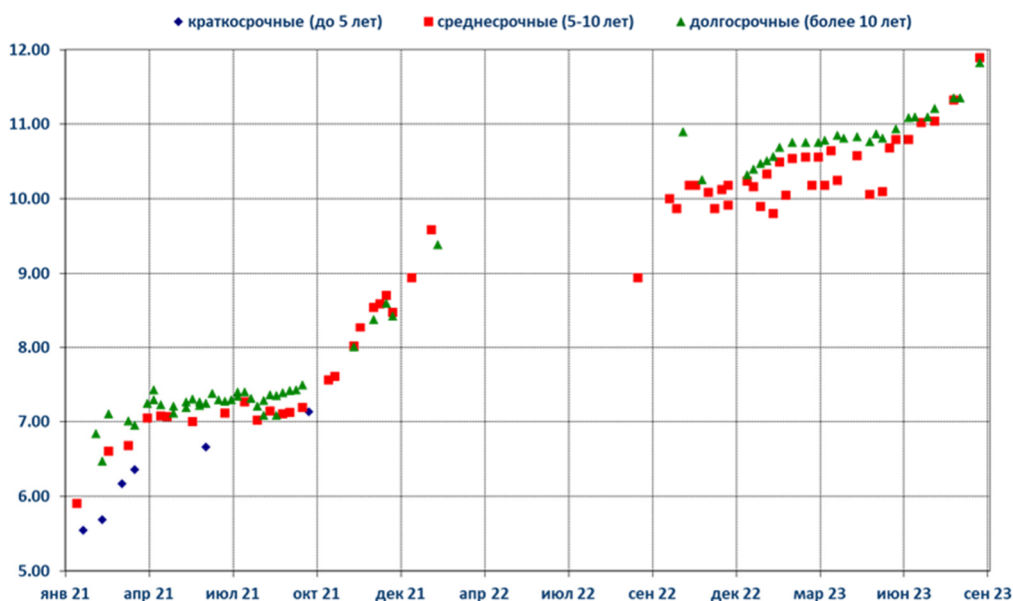
Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

На вторичном рынке **субфедеральных облигаций** в начале 2023г. объемы сделок превысили уровень аналогичного периода предыдущего года (за исключением февраля), но на фоне постоянного снижения активности торгов (вследствие отсутствия активности на первичном рынке) объем торгов в сентябре был зафиксирован в 4 раза ниже результата, показанного годом ранее. На рынке корпоративных облигаций в первой половине года ситуация с ликвидностью оказалась существенно лучше, чем в предыдущие два года, что связано с относительно высокой активностью корпоративных эмитентов на первичном рынке. Однако по мере ухудшения конъюнктуры рынка объем сделок в июле – сентябре начал снижаться. Объем сделок в среднем за день в январе – июне составлял порядка 12,1 млрд руб., но в июле - сентябре начал снижаться до 10,7-6,7 и 15,1 млрд руб.

Текущая конъюнктура рынка рублевых облигаций

Среди внутренних факторов, оказывающих наиболее существенное влияние на рынок рублевых облигаций, можно назвать результаты первичного размещения ОФЗ. Нельзя не отметить, что эти результаты выглядят неоднозначными.

Доходность при размещении ОФЗ., % годовых

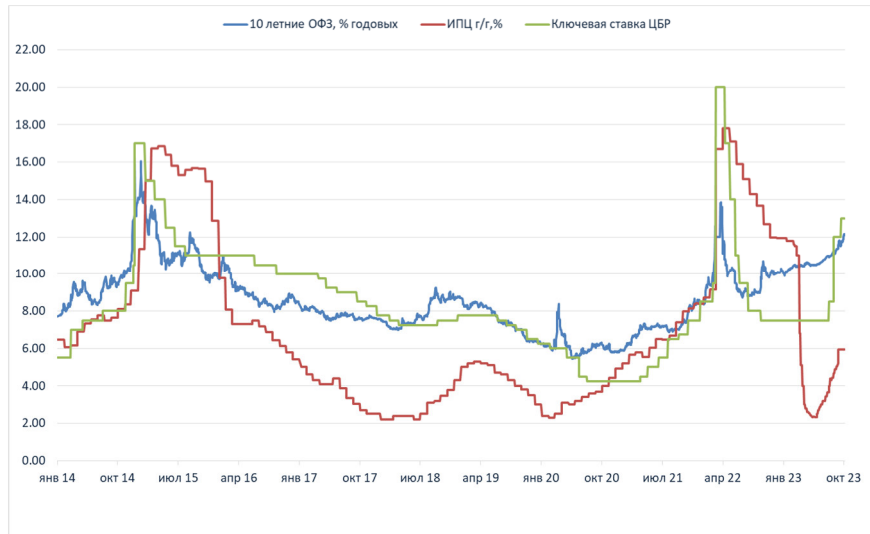


Источник: Минфин РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

На фоне роста процентных ставок на вторичном рынке инвесторы нередко требовали дополнительную «премию» по долгосрочным выпускам ОФЗ-ПД. Минфин не всегда был готов к этому, и в феврале и марте два аукциона были признаны несостоявшимися в связи с отсутствием заявок по приемлемым уровням цен. В дальнейшем, несмотря на ограничения размера «премий» инвесторам со стороны эмитента, рост ставок на первичном рынке продолжился. Так, при размещении облигаций в январе средняя премия составила порядка 7,5 б.п., но уже в феврале она снизилась до 5,5 б.п. и выросла до 5,7 б.п. по итогам марта. На фоне улучшения конъюнктуры на вторичном рынке в апреле средняя премия при размещении в апреле и мае снизилась до 3,8 и 3,2 б.п. соответственно. В июне - августе на фоне роста неопределённости средняя «премия» повысилась до 4 – 9 б.п. При этом в конце августа новые выпуски с погашением в мае 2038г. и в мае 2041г. были размещены со средневзвешенной доходностью 11,35% годовых, что стало максимальным уровнем ставок на первичном рынке с начала года. При этом 16 августа Минфин не проводил аукционы после повышения ключевой ставки на 350 б.п. до 12%, а 23 августа аукционы были признаны несостоявшимися из-за отсутствия заявок с приемлемыми ценами. В сентябре ситуация ухудшилась: размещения по итогам двух аукционных дней были признаны несостоявшимися, а на состоявшихся аукционах ставки выросли до 11,89% и 11,83% годовых по среднесрочным и долгосрочным выпускам, при этом объем размещений за месяц снизился более чем в три раза по сравнению с предыдущими месяцами.

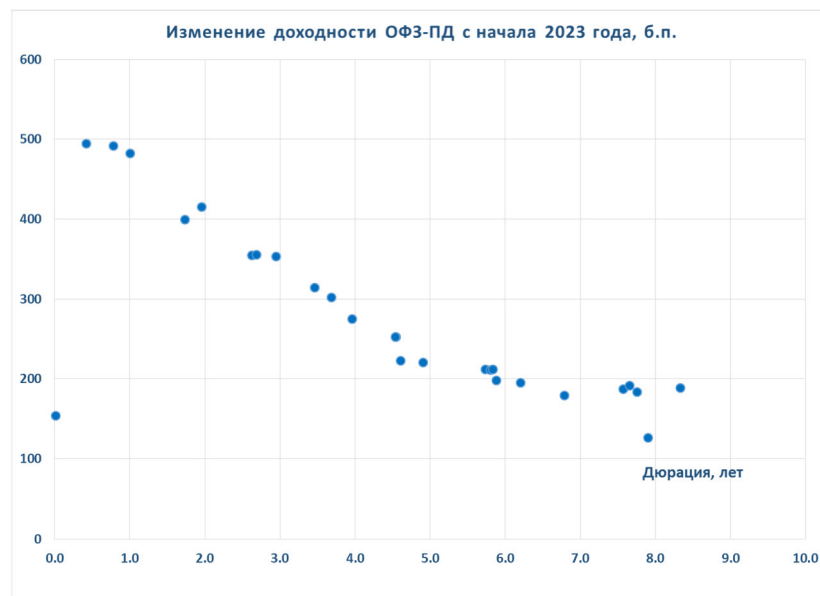


Доходность 10-и летних ОФЗ VS ИПЦ и ключевая ставка ЦБР



Источник: Росстат, Банк России, МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

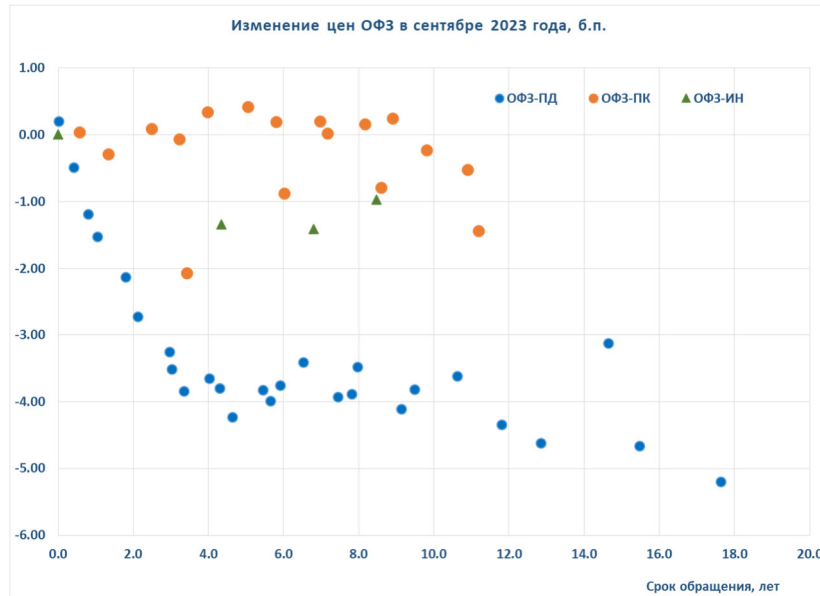
С начала текущего года на вторичном рынке рублевых облигаций, и в первую очередь на рынке ОФЗ, наблюдались периоды ускоренного роста доходности, которые сменялись периодами коррекции. Первое ускорение роста доходности наблюдалось после февральского заседания Банка России, в результате которого ставки достигли своих локальных максимальных уровней в начале третьей декады февраля. После этого произошла небольшая коррекция вниз и переход к боковой динамике, которая сохранялась практически в течение всего второго квартала. Кроме того, существенное снижение темпов инфляции как в недельном, так и в месячном и годовом выражении в марте несколько успокоило долговой рынок и приостановило рост ставок на нем.



Очередной рост ставок на рынке ОФЗ произошел в июле – сентябре т.г., после повышения ключевой ставки на июльском заседании на 100 б.п., на внеплановом августовском заседании на 350 б.п до 12% и на сентябрьском заседании еще на 100 б.п до 13%. По итогам этих трех месяцев доходность ОФЗ в среднем по рынку выросла на 223 б.п. (против повышения на 49 б.п. в первой половине года), при этом

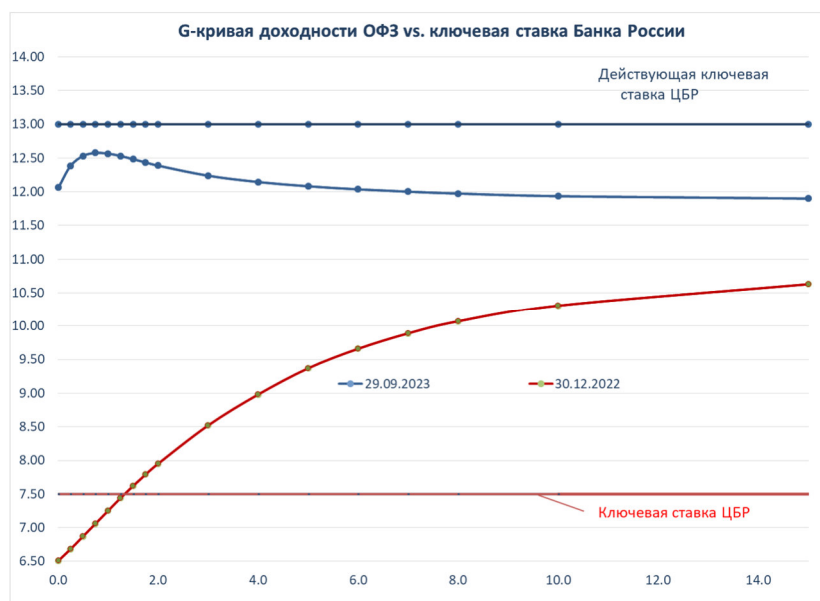


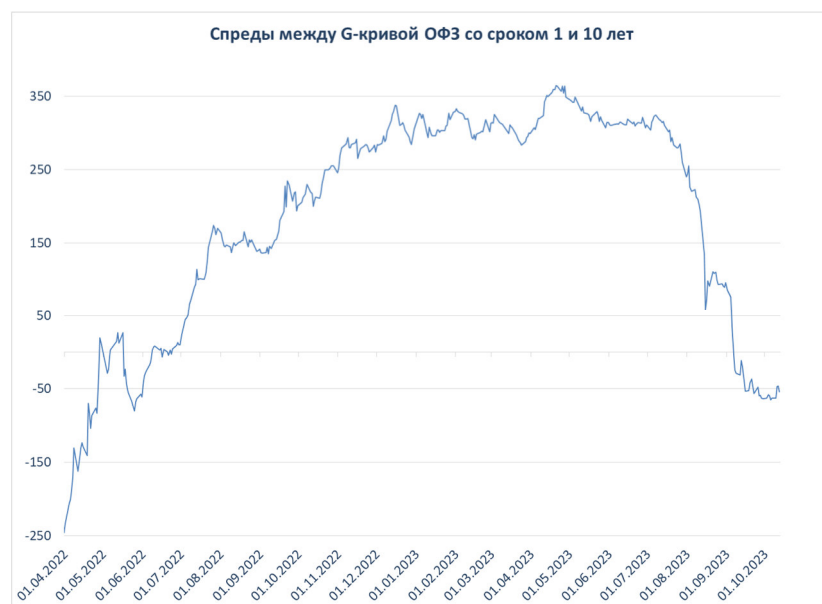
по бумагам со сроком обращения 0,5-4,5 года рост составил в пределах 262-454 б.п. а на среднем участке и длинном конце в пределах 128-228 б.п. и 102-127 б.п. соответственно. В результате «кривая» доходности ОФЗ приобрела инверсную форму, которую обеспечил опережающий рост доходности на коротком конце «кривой» по сравнению с длинным.



Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Ускорение снижения цен на рынке ОФЗ, наблюдаемое в сентябре и опередившее максимальные темпы роста доходности с начала года, произошло на фоне роста ожиданий инвесторов дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики Банком России. Причиной таких настроений инвесторов стало сохранение жесткой риторики заявления Банка России после сентябрьского заседания, которое предполагало возможность повышения ключевой ставки на ближайших заседаниях, которые пройдут в октябре и декабре т.г. Кроме того, рост ожидания повышения ключевой ставки происходит на фоне возобновившегося ослабления рубля, которое было временно приостановлено в середине августа после внепланового повышения ключевой ставки Банком России





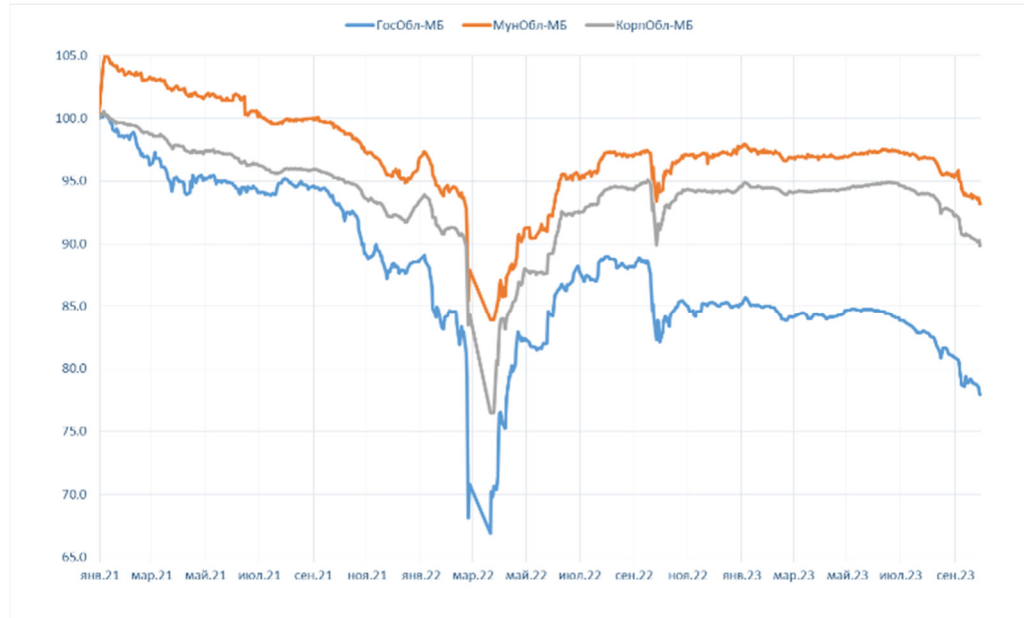
Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Вместе с тем, большая неопределённость относительно дальнейшей ДКП предопределяет сохранение инверсной формы «кривой» ОФЗ, при котором ставки на коротком конце «кривой доходности» ОФЗ составляет порядка 12,5-12,6% годовых (на сроке обращения порядка 1 года) и на дальнем конце - порядка 12,2-12,3% годовых (на сроке более 10 лет). При этом спреды между коротким и длинным концом «кривой» после достижения в середине года исторически максимального уровня – более 350 б.п., упали в отрицательную зону, где в последний раз они наблюдались в середине 2022г.

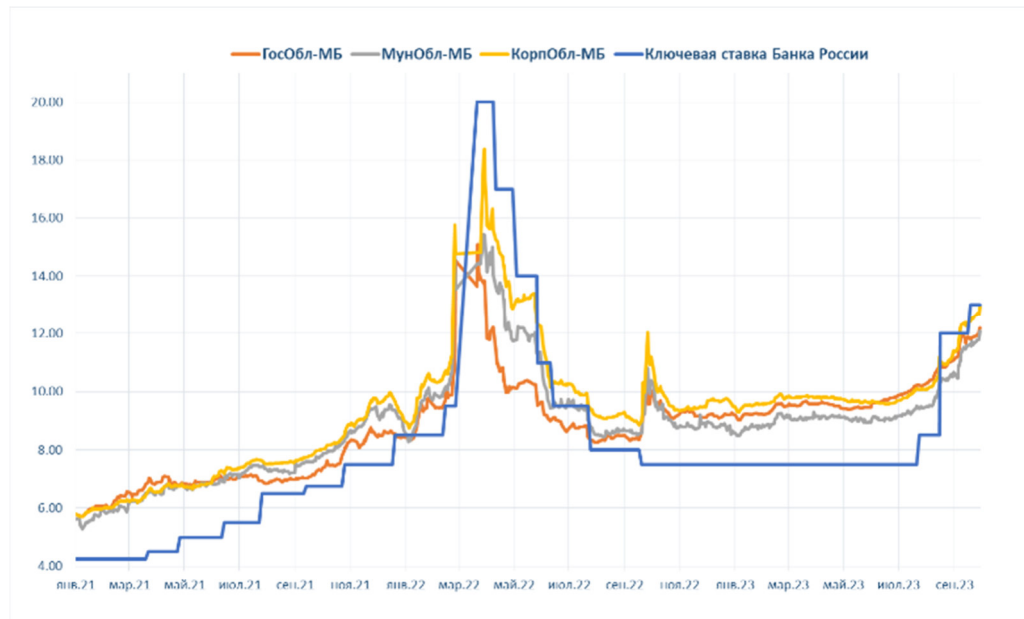
Динамика цен и доходности на рынке субфедеральных и корпоративных облигаций была аналогичной рынку гособлигаций, и даже имела более выраженный характер в силу более короткой (более чем вдвое) дюрации. Так, по итогам 9 месяцев 2023г. изменение рассчитываемых Московской биржей индексов средней доходности субфедеральных и корпоративных облигаций составило +349 и +345 б.п. против повышения средней доходности ОФЗ на 300 б.п.



Индексы чистой цены облигаций МБ



Индексы средневзвешенной доходности МБ



Источник: Московская биржа, расчеты ООО «БК РЕГИОН» (На 0.1.01.2021г. ценовые индексы = 100.)

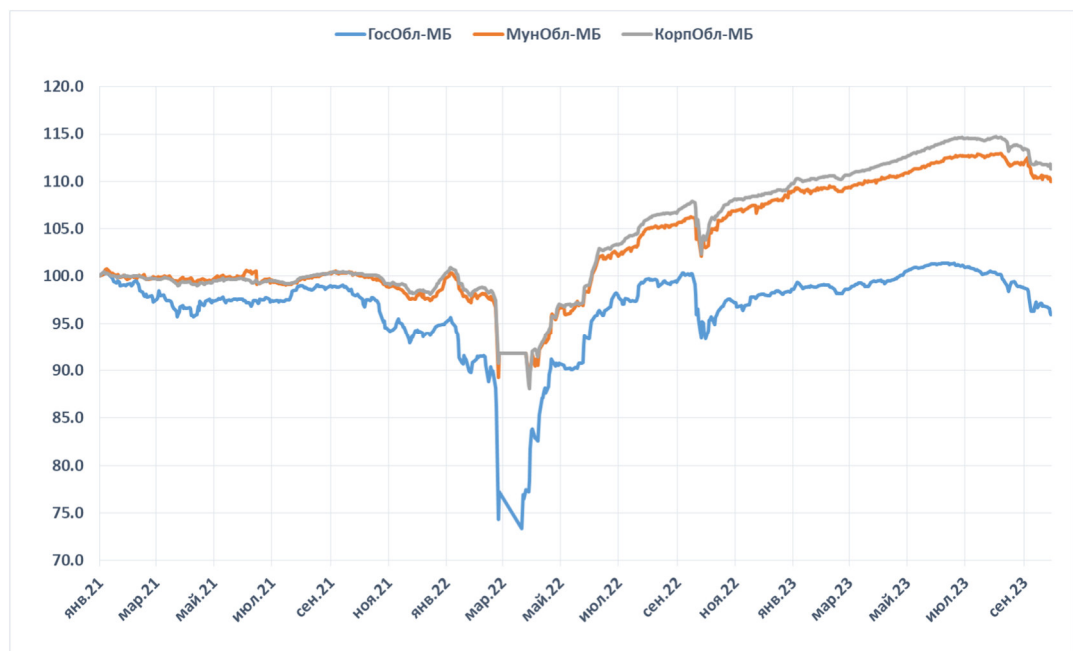
При этом, спреды между доходностью субфедеральных и корпоративных облигаций и доходностью ОФЗ на вторичном рынке после сужения в конце прошлого года до 60 и 145 б.п. в 2023г. имели разнонаправленное движение: в начале года начали преимущественно расширяться, достигнув к середине мая 110 б.п. и 165 б.п. соответственно, но в сентябре т.г. спреды сузились до -30 - -40 б.п. и +45 - +50 б.п. соответственно.



Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Инвестиционная привлекательность

Индексы совокупного дохода рублевых облигаций МБ в 2021-2023гг.



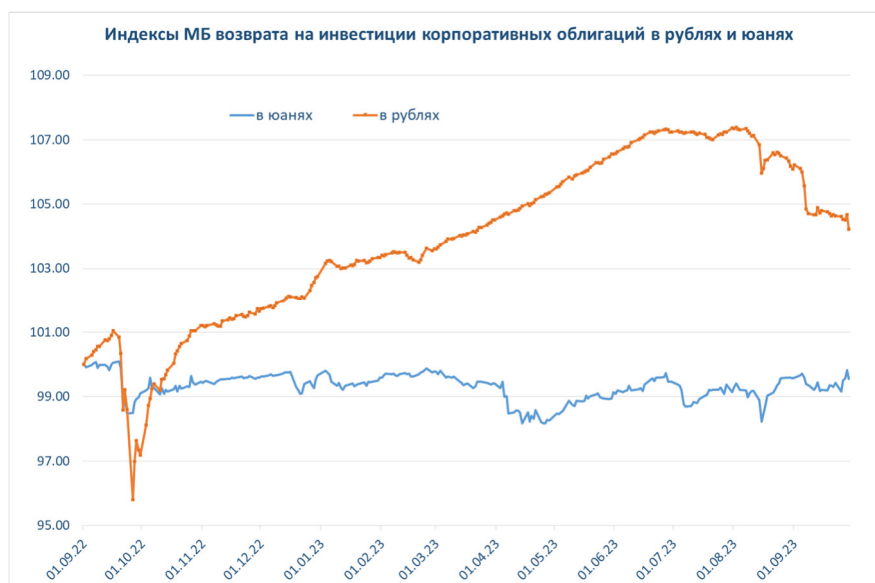
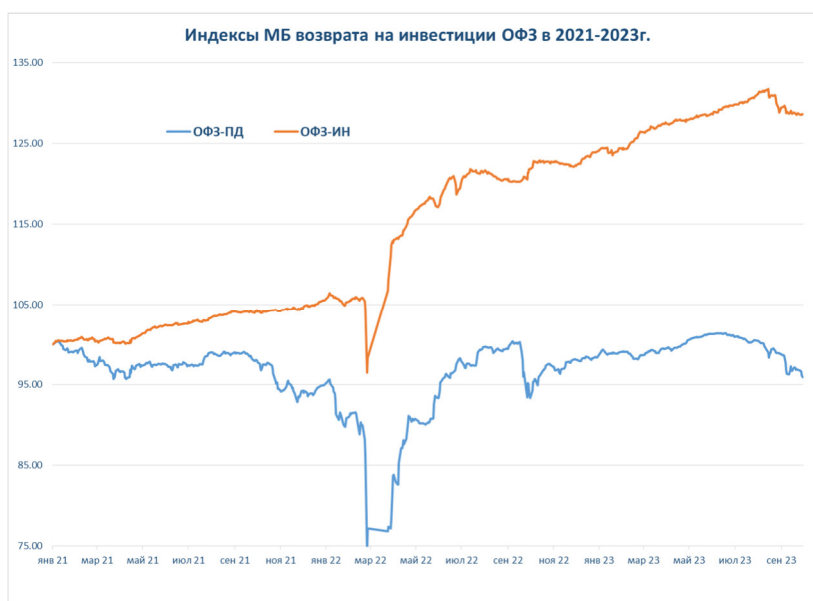
Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Наиболее доходными по итогам 9 месяцев 2023г. стали корпоративные облигации ВДО ПИР, возврат на инвестиции, в которые составил 10,9% и более чем в два раза превысил уровень инфляции с начала текущего года (напомним, что вложения в эти облигации сопряжено с повышенным риском). Вложения в субфедеральные и корпоративные облигации также принесли инвесторам доход, который составил 0,9% и 1,4% соответственно. При этом возврат на инвестиции в ОФЗ-ИН оказался более высоким 3,7%. Сегментами долгового рынка, показавшими отрицательную динамику, стали ОФЗ-ПД и корпоративных облигации в китайских юанях с результатом -2,7% и -0,2%. Правда, с учетом валютной переоценки (+35,0%) результат в рублях по юаневым облигациям оказался наиболее высоким на долговом рынке. При этом наиболее удачными на рынке капитала оказались вложения в акции, рост которых по итогам 9 месяцев 2023г. составил 45,4%, правда после падения на 43,2% в прошлом году. Результаты вложений по итогам 9 месяцев 2023г. в иностранные валюты также оказались достаточно прибыльными: так, например, покупка доллара США принесла возврат порядка 38,5% (после снижения на 5,3% в предыдущем году), а евро и юаня принесли прибыль в размере 36,4% и 35,0% (против снижения на 10,0% и 14,4% соответственно в предыдущем году).

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

Инструмент	Период, годы								
	9 мес. 20223	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Рынок облигаций									
Все рублевые облигации	-1.6%	5.4%	-4.7%	8.4%	18.8%	1.4%	14.1%	8.7%	23.9%
Государственные (ОФЗ-ПД)	-2.7%	3.7%	-4.9%	8.5%	20.0%	2.1%	12.8%	15.0%	29.4%
Государственные (ОФЗ-ИН)	3.7%	17.5%	5.6%	-	-	-	-	-	-
Субфедеральные	0.9%	8.2%	-1.1%	7.4%	13.4%	4.3%	10.3%	12.0%	16.2%
Корпоративные	1.4%	8.3%	-0.1%	8.3%	14.3%	4.4%	12.3%	11.0%	18.6%
Корпоративные ВДО ПИР	10.9%	-0.7%	8.4%	12.2%	-	-	-	-	-
Корпоративные в юанях	-0.1%	-	-	-	-	-	-	-	-
Рынок акций									
Индекс МБ	45,4%	-43.2%	15.2%	8.0%	28.6%	12.3%	-4.7%	25.7%	26.1%
Валютный рынок									
доллар США	38.5%	-5.3%	0.6%	19.3%	-10.9%	21.8%	-6.0%	-16.8%	23.0%
Евро	36.4%	-10.0%	-7.4%	30.9%	-12.7%	16.5%	6.9%	-19.9%	16.6%
бивалютная корзина	37.5%	-7.6%	-3.4%	24.9%	-11.8%	19.2%	0.0%	-18.3%	19.3%
Китайский юань	35.0%	-14.4%	2.2%	27.7%	-12.3%	14.2%	-	-	-
Инфляция (справочно)									
ИПЦ	4,6%	11.94%	8.39%	4.9%	3.0%	4.3%	2.5%	5.4%	12.9%

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



Источники: приведенные индексы облигаций МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН» (на 01.01.2021/2022г. значения = 100)



РЕЙТИНГОВЫЕ ДЕЙСТВИЯ В ТЕЧЕНИЕ ЯНВАРЯ- СЕНТЯБРЯ 2023 Г.

- ✓ В течение 1-3 кварталов 2023 г. в отношении **Эмитентов** на долговом рынке РФ было совершено 346 рейтинговых действий. На рынке **преобладают эмитенты с рейтинговыми действиями более высокой категории** (от А- до AAA) – всего 215 против 116 (от В- до BBB+) по состоянию на 30 сентября 2023 г.

Категория рейтинга	Эксперт РА	АКРА	НКР	НРА	Общий итог
	16	5	5		26
	10	11	4	1	26
	19	12	1		32
	15	11	1		27
	13	21			34
	7	6	2		15
	22	30	3		55
	1				1
		2			2
	1	4	2	1	8
	7	3	3	3	16
	8	4	3	1	16
	7	11	1	1	20
	10	3	2	1	16
	1	6	3	2	12
	10	11	4		25
	10	3	1	1	15
ИТОГО	157	143	35	11	346

Сектор	Эксперт РА	АКРА	НКР	НРА	Общий итог
Субфед/Муни	39	45			84
Банки	21	19	11	1	52
Лизинг	14	11		4	29
Прочие	22	9			31
Строительство, девелопмент	10	9	7	2	28
Нефтегазовый	10	7	1		18
Пищевая пр-ть и с/х	5	7	2	1	15
Машиностроение	4	6	2	2	14
Ритейл	5	7	2		14
Телекоммуникации и связь	2	3	5		10
Электроэнергетика	3	5	1		9
Металлургический	2	5	1		8
Транспорт	3	2	1		6
Химпром, минудобрения	3	1	1	1	6
Горнодобыча	4	1			5
Медицина, здоровье	2	3			5
Технологии	3	1	1		5
Инфраструктура	3	1			4
Фармацевтика	1	1			2
Леспром, бумага	1				1
Общий итог	157	143	35	11	346

- ✓ Преобладает пересмотр прогнозов по рейтингам в сторону повышения, указывая на перспективу улучшения на микроуровне. Количество эмитентов, имеющих позитивный прогноз по рейтингу более чем в шесть раз превышает чисто эмитентов с негативным прогнозом по рейтингу. С начала года прогноз по 40 рейтингам был улучшен, по 19 рейтингам – ухудшен. В 3 квартале улучшен прогноз по 23 эмитентам, ухудшен – по девяти эмитентам.

Прогноз	1 квартал	2 квартал	3 квартал	ИТОГО
Стабильный	52	113	103	268
Позитивный	1	12	19	32
На пересмотре	5	7	14	26
Отозван	6	1	8	15
Негативный	1	1	3	5
ИТОГО	65	134	147	346

- ✓ Также преобладает повышение существующих рейтингов, что указывает на фактическое улучшение финансового и операционного состояния эмитентов. С начала года был повышен 51 рейтинг, из них 24 рейтинга в 3 квартале, при этом понижено только 11 рейтингов, в 3-м квартале – 5 рейтингов, отозвано 15 рейтингов (8 - в третьем квартале). С начала года было подтверждено на текущем уровне 224 рейтинга, из них 85 в 3-м квартале. С начала года присвоены 32 рейтинга новым эмитентам.



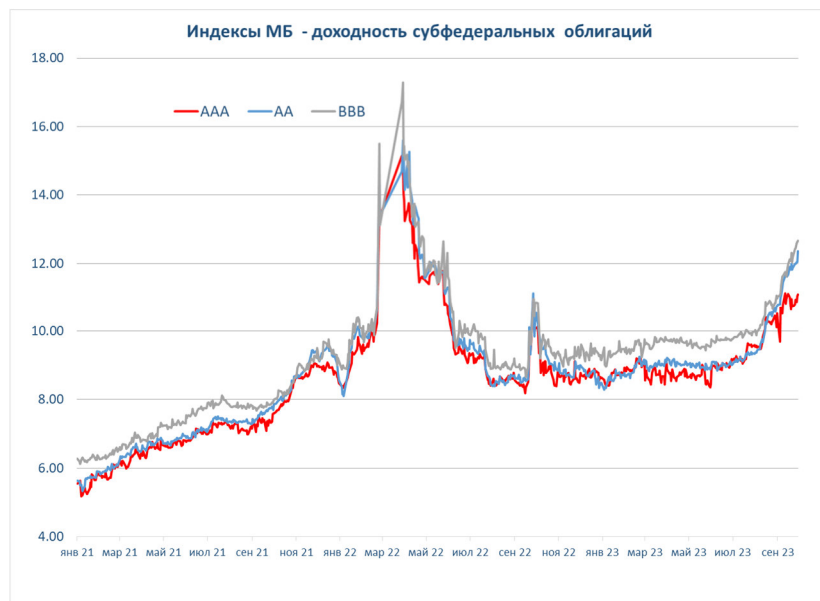
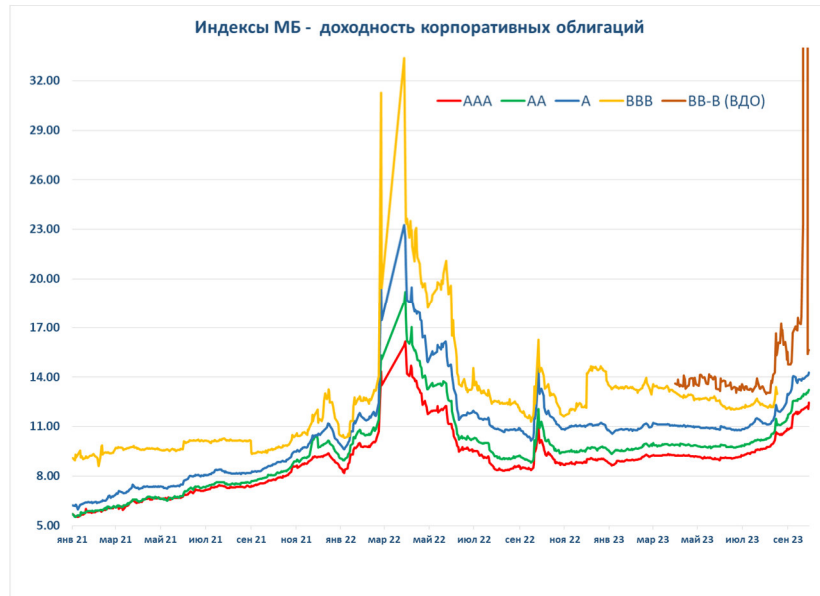
Рейтинговое действие	1 квартал	2 квартал	3 квартал	ИТОГО
Присвоен	2	14	16	32
Отозван	6	1	8	15
Подтвержден	45	77	67	189
Подтвержден, прогноз Улучшен		14	15	29
Подтвержден, прогноз Ухудшен		3	3	6
Повышен	8	12	17	37
Повышен, прогноз Улучшен		1	3	4
Повышен, прогноз Ухудшен		6	4	10
Понижен	4		1	5
Понижен, прогноз Улучшен		2	3	5
Понижен, прогноз Ухудшен			1	1
На пересмотре		3	6	9
На пересмотре, прогноз Улучшен			2	2
На пересмотре, прогноз Ухудшен		1	1	2
ИТОГО	65	134	147	346

- ✓ Наибольшее количество рейтинговых действий было совершено в отношении эмитентов **субфедерального/муниципального секторов** (84). В корпоративном секторе преобладали действия по **банковским рейтингам** (52), при этом, преобладают рейтинги более качественной категории (2А-3А). Далее широко представлены эмитенты **лизингового сектора** (29). Также было совершено 18 рейтинговых действий в отношении эмитентов нефтегазового сектора.

Сектор	3А	2А-/2А/2А+	А-/А/А+	3В-/3В/3В+	2В-/2В/2В+	В-/В/В+	Снят	ИТОГО
Субфед/Муни	9	28	27	19			1	84
Банки	13	17	13	6	2		1	52
Лизинг		6	6	1	8	2	6	29
Прочие	5	4	7	5	10			31
Нефтегазовый	11	2	1	1	2		1	18
Пищевая промышленность и с/х		3		2	5	4	1	15
Машиностроение		1	2	3	7		1	14
Ритейл		1	6	1	3	2	1	14
Строительство, девелопмент			9	8	5	3	3	28
Телекоммуникации и связь	4	3	1	2				10
Электроэнергетика	6			3				9
Металлургический	3		5					8
Транспорт	1	2	3					6
Химпром, минудобрения	1	1	1	1	2			6
Горнодобыча	2	3						5
Медицина, здоровье		1			4			5
Технологии		1	1		3			5
Инфраструктура		3			1			4
Фармацевтика			1	1				2
Леспром, бумага			1					1
ИТОГО	55	76	84	53	52	11	15	346

- ✓ Всего на текущий момент на российском рублевом рынке обращаются 2093 выпусков, не считая ОФЗ и займов иностранных государств (из них 1979 корпоративных выпуска на ~17,13 трлн руб. и 114 субфедеральных и муниципальных на ~615,5 млрд руб.). **Всего представлен 421 эмитент, из них 378 корпоративных и 43 субфедеральных/муниципальных.**
- ✓ Из представленных на рынке эмитентов **191 эмитентам** присвоены рейтинги **высоких категорий (от А- до ААА)**, **121 эмитенту** - рейтинги категорий (В- / ВВВ+) одного или нескольких агентств, а 109 эмитентов не имеют кредитных рейтингов. При наличии рейтингов от двух и более РА учитывается наиболее высокий.
- ✓ Половина эмитентов, не имеющих кредитного рейтинга, относятся к финансовому сектору (исключая банки и лизинговые компании), а также прочим секторам. В подавляющем большинстве данные эмитенты относятся к 4 эшелону – 73 эмитента, а выпущенными ими облигации - к категории ВДО (114 выпусков).

С полным рейтинговым отчетом можно ознакомиться на сайте БК «РЕГИОН» в разделе «АНАЛИТКА»: <https://region.broker>



Приложение.

Оценка изменение цен и доходности операций при вложении в ОФЗ по текущим ценам на 2 октября 2023г. при изменении доходности к погашению на 30 декабря 2023г. в пределах от +2,00 п.п. до -1,00 п.п. от текущих уровней*

Выпуск	Купон, %	Погашение	Текущие показатели на 02.10.23г			Измен. цен при изменении доходности к 30/12/2023 на п.п.:					Доходность операции, % годовых				
			Дюрация	Цена	Доходность	+2.00	+1.00	0.00	-0.50	-1.00	+2.00	+1.00	0.00	-0.50	-1.00
26223	6.50	28.02.24	0.41	97.883	12.29	0.83	1.00	1.17	1.25	1.33	10.00	10.68	11.35	11.69	12.04
26227	7.40	17.07.24	0.77	96.457	12.56	0.13	0.62	1.10	1.35	1.60	8.09	10.04	12.01	13.01	14.01
26222	7.10	16.10.24	0.99	95.159	12.55	-0.28	0.41	1.12	1.47	1.83	6.43	9.44	12.55	14.16	15.79
26234	4.50	16.07.25	1.72	87.957	12.56	-0.96	0.36	1.71	2.39	3.09	1.18	6.53	12.00	14.78	17.59
26229	7.15	12.11.25	1.94	90.849	12.55	-2.09	-0.54	1.04	1.84	2.66	-0.68	5.70	12.55	16.17	19.92
26219	7.75	16.09.26	2.68	89.930	12.24	-3.57	-1.44	0.76	1.89	3.03	-6.01	2.71	11.71	16.32	21.00
26226	7.95	07.10.26	2.61	89.994	12.36	-3.66	-1.50	0.73	1.88	3.04	-6.02	2.71	12.36	17.56	23.03
26207	8.15	03.02.27	2.93	89.761	12.30	-4.13	-1.76	0.69	1.95	3.24	-7.74	1.84	11.77	16.87	22.05
26212	7.05	19.01.28	3.67	83.768	12.34	-5.24	-2.25	0.87	2.48	4.13	-12.88	-0.80	11.80	18.31	24.96
26232	6.00	06.10.27	3.45	81.300	12.37	-4.77	-1.90	1.09	2.63	4.20	-11.60	-0.41	12.37	19.42	26.95
26236	5.70	17.05.28	3.95	78.253	12.31	-5.54	-2.28	1.13	2.89	4.70	-14.43	-2.05	12.31	20.33	28.98
26237	6.70	14.03.29	4.53	79.178	12.38	-6.64	-3.00	0.83	2.82	4.87	-18.70	-3.83	11.84	19.98	28.34
26224	6.90	23.05.29	4.52	79.859	12.25	-6.86	-3.13	0.79	2.84	4.94	-17.85	-4.09	12.25	21.54	31.68
26242	9.00	29.08.29	4.59	87.813	12.28	-7.21	-3.51	0.39	2.42	4.51	-19.16	-4.12	11.75	20.02	28.53
26228	7.65	10.04.30	4.88	81.250	12.21	-7.81	-3.75	0.57	2.82	5.15	-20.69	-5.80	12.21	22.60	34.07
26218	8.50	17.09.31	5.72	83.270	12.14	-9.03	-4.50	0.35	2.91	5.55	-26.81	-8.25	11.63	22.10	32.94
26235	5.90	12.03.31	5.82	71.083	12.20	-8.76	-4.13	0.83	3.44	6.13	-27.55	-8.59	11.68	22.34	33.37
26239	6.90	23.07.31	5.78	75.053	12.24	-8.97	-4.32	0.66	3.28	5.99	-27.17	-8.40	11.71	22.30	33.27
26241	9.50	17.11.32	5.87	86.998	12.22	-9.68	-4.91	0.24	2.97	5.80	-25.41	-8.75	12.22	24.68	38.71
26221	7.70	23.03.33	6.18	76.885	12.17	-10.18	-5.10	0.40	3.32	6.36	-28.11	-10.45	12.17	25.79	41.29
26225	7.25	10.05.34	6.76	73.046	12.10	-10.92	-5.48	0.45	3.61	6.92	-30.17	-11.87	12.10	26.72	43.47
26233	6.10	18.07.35	7.55	64.542	12.06	-11.85	-5.94	0.56	4.05	7.71	-38.52	-14.68	11.55	25.64	40.44
26240	7.00	30.07.36	7.63	68.854	12.10	-12.06	-6.15	0.38	3.90	7.61	-38.79	-14.85	11.59	25.84	40.84
26243	9.80	19.05.38	7.42	88.318	11.79	-12.18	-6.36	0.10	3.60	7.29	-33.03	-13.92	11.81	27.96	46.84
26230	7.70	16.03.39	7.70	71.083	12.16	-12.73	-6.62	0.20	3.91	7.84	-35.34	-15.34	12.16	29.71	50.45

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»



Общество с ограниченной ответственностью «Брокерская компания «РЕГИОН» (ООО «БК РЕГИОН»)

Адрес: Москва, 1-й Красногвардейский пр., 22, стр. 1
Бизнес-центр «Neva Towers»

Многоканальный телефон: +7 (495) 777 29 64

www.region.broker

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

Алексей Астахов	+7 (495) 777-29-64 доб 215	av.astakhov@region.ru
Екатерина Шилиева	+7 (495) 981-62-91	shilyaeva@region.ru
Татьяна Тетёркина	+7 (495) 988-12-23	teterkina@region.ru
Влад Владимировский	+7 (495) 980-24-92	vlad@region.ru

МАКРОЭКОНОМИКА, ОТРАСЛЕВАЯ АНАЛИТИКА

Валерий Вайсберг	+7 (495) 777-29-64 доб.192	vva@region.ru
------------------	----------------------------	--

АНАЛИТИКА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ

Александр Ермак	+7 (495) 777-29-64 доб. 405	aermak@region.ru
Мария Сулима	+7 (495) 777-29-64 доб. 294	sulima@region.ru

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к ООО «БК РЕГИОН» или третьих лиц заключать сделки с какими-либо финансовыми инструментами или как инвестиционные рекомендации, в том числе индивидуальные инвестиционные рекомендации.

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. ООО «БК 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.
