



Александр Ермак, [aermak@region.ru](mailto:aermak@region.ru)

Юлия Гапон, [gaпон@region.ru](mailto:gaпон@region.ru)

**Третий квартал 2021г.: под давлением новых антироссийских санкций,  
неожиданного ускорения инфляции и дальнейшего ужесточения ДКП  
ОБЗОР РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЗА 9 МЕСЯЦЕВ 2021Г.**

*В третьем квартале внешние факторы давления в виде новых санкций против суверенного долга вновь попытались выйти на первый план, при сохранении основной воздействующей на локальный рынок долга силы – ужесточении денежно-кредитной политики (ДКП) Банка России на фоне ускорения инфляции.*

**Основные внешние и внутренние факторы июля – сентября 2021г.**

**Основные внешние факторы**

- ✓ **COVID – 19 не исчезает с радаров.** Опасения жестких ограничений, связанных с распространением новых волн заболевания, по-прежнему актуальны, однако в третьем квартале текущего года имели ограниченное влияние на финансовые рынки.
- ✓ **Геополитические риски вышли на передний план.** В первой половине 2021г. поводами нарастания санкционной напряженности и, как следствие, падения интереса инвесторов к российским активам, стали приход к власти новой администрации в США и введение очередных санкций к первичным размещениям ОФЗ. При этом реакция на эти события в госбумагах была кратковременной. В тоже время возросшие в конце третьего квартала опасения введения санкций со стороны США и к вторичному рынку ОФЗ, имели крайне негативное влияние на российский долг.
- ✓ **Ужесточение ДКП в США.** Неожиданная «ястребиная» риторика на июньском заседании ФРС, давшая однозначный сигнал инвесторам о скором ужесточении ДКП, в третьем квартале стала еще жестче. Отказ от программ стимулирования может начаться уже в ноябре 2021 года и завершиться в середине следующего года. ФРС значительно повысила прогнозные показатели по инфляции: на 2021г. с 3% до 3,7%, на 2022 год – с 2,1 до 2,3%. Жесткая риторика ФРС приводит к росту доходности «трежериз», что, в свою очередь, толкает вверх ставки по всему миру.
- ✓ **Цены на нефть.** Вернувшись к допандемийным уровням уже в 1 квартале 2021 года (на 31.03.2021г. стоимость 3-х месячного фьючерса на нефть марки «Brent» составила 63,5 долл. США за баррель), котировки нефти продолжили рост во втором (75,1 долл. США на 30.06.2021г.) и третьем (78,5 долл. США на 30.09.2021г.) кварталах. Блокирование Суэцкого канала, решения ОПЕК+, рост спроса в США и Китае, позитивная статистика по запасам, сокращение производства в США после ураганов в Мексиканском заливе стали поддерживающими факторами для нефтяного рынка, в результате которых стоимость нефти марки «Brent» за 9 месяцев 2021г. поднялась на 51,6% до \$78,52 за баррель. Рубль выступает бенефициаром удорожания нефти.

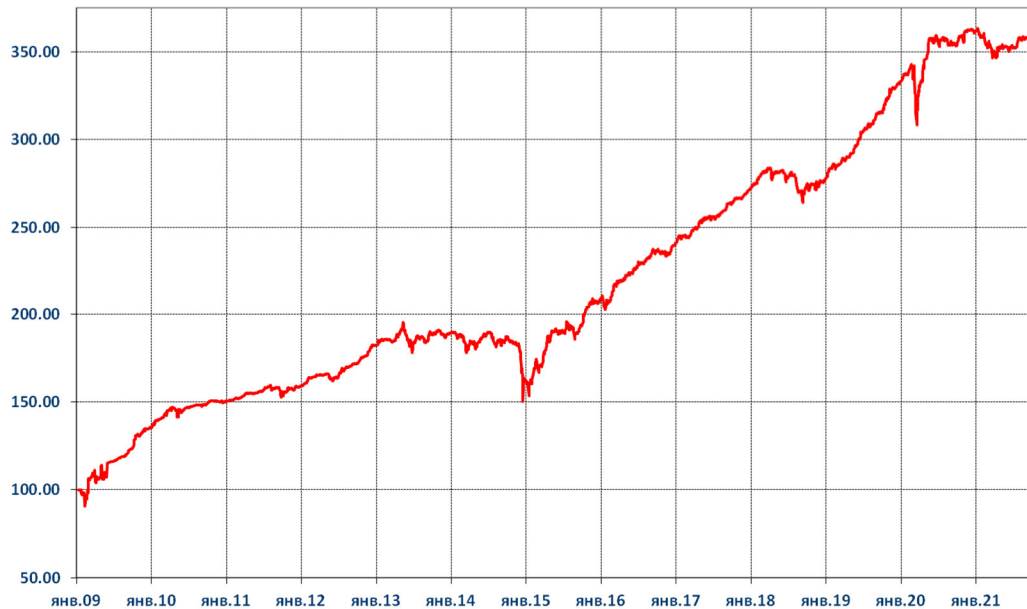
**Основные внутренние факторы**

- ✓ **Ускорение темпов роста инфляции.** По итогам января-сентября 2021г. инфляция достигла 7,40% в годовом выражении – максимального уровня с середины 2016 г. (в мае и апреле инфляция составила 6,0% и 5,5% годовых). В сентябре она ускорилась до 0,60% после 0,17% в августе и 0,31% в июле (против дефляции в сентябре прошлого года). В июле ЦБ повысил прогноз по инфляции на 2021 год до 5,7-6,2% с 4,7-5,2%, а на 2022 год - до 4,0-4,5% с 4,0%. Недавно регулятор анонсировал, что на опорном заседании 22 октября с высокой долей вероятности прогноз по инфляции будет повышен.



- ✓ **Ужесточение ДКП Банком России.** На заседаниях, состоявшихся в 3 квартале, в ситуации разгона инфляции регулятор повысил ключевую ставку в общей сложности на 125 б.п. до 6,75%, допустив возможность дальнейших повышений ключевой ставки на ближайших заседаниях (запланированы на 22 октября и 17 декабря). Тем не менее рынок ОФЗ достаточно спокойно отреагировал, как на решения регулятора, так и на возможные неоднократные повышения ключевой ставки в будущем.
- ✓ **Политика заимствования Минфина РФ на рынке ОФЗ.** В 2021г., согласно бюджету, Минфин РФ планировал привлечь ОФЗ на сумму 3,65 трлн руб., но с учетом корректировки планируемый объем размещения был снижен до 2,775 трлн руб. Планы на второй и первый кварталы (установленные в объеме по 1 трлн руб.) были не выполнены, на третий (сниженный до 700 млрд руб.) – перевыполнен на 8%. План на четвертый квартал установлен в размере «скромных» 520 млрд руб.

#### Индекс совокупного дохода ОФЗ, %

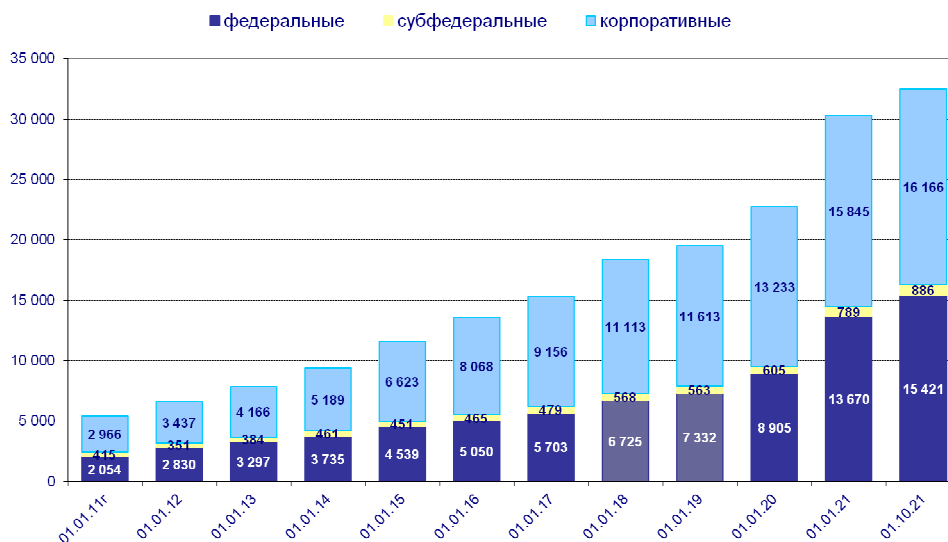


Источники: приведенный индекс ОФЗ МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН» (на 01.01.2009г. значения индексов = 100)

### Объем и структура рынка рублевых облигаций

На 1 октября 2021г. рынок рублевых облигаций составил около 32,473 трлн руб., что на 7,2% выше показателя начала года. При этом сегментом, который показал минимальный рост (-2,0%), был рынок корпоративных облигаций, объем которого составил 16,166 трлн руб. Объем федеральных и субфедеральных облигаций в обращении вырос на 12,8% и 12,3% до 15 421 и 886,4 млрд руб. соответственно.

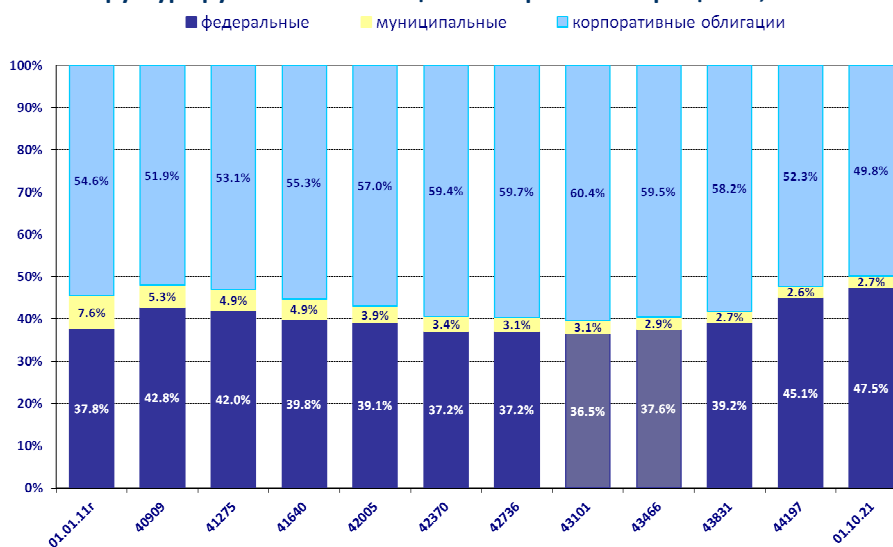
### Объем рублевого облигационного рынка в обращении, млрд руб.



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Доля ОФЗ продолжила рост и составила на 1 октября 2021г. 47,5% против 45,11% и 39,15% в начале 2021 и 2020 годов. Доля субфедеральных облигаций выросла до 2,73% против 2,60% и 2,66% на начало 2021 и 2020 годов, показав рост впервые за последние 10 лет, в течение которых сохранялась тенденция снижения доли после того, как на начало 2010г. был зафиксирован ее рост до 9,35%. При этом доля корпоративных облигаций впервые с 2009г. опустилась ниже уровня в 50%, составив 49,8%.

### Структура рублевого облигационного рынка в обращении, %

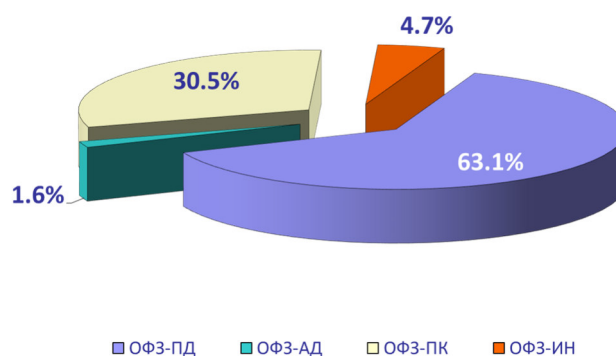


Источник: расчеты БК «РЕГИОН»



На рынке государственных облигаций основную долю около 63,1% занимают облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД), которая по итогам 9 месяцев увеличилась на 3,8%, после снижения на 13,4 п.п. по итогам 2020 года в целом. Продолжается снижение (на 0,4 п.п.) доли облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД), которая составила 1,6%. Доля ОФЗ-ПК, аукционы по которым в этом году не проводились, снизилась с начала года на 3,9 п.п. до 30,5% после роста на 15,2 п.п. по итогам 2020г. в целом, благодаря активному предложению этих бумаг Минфином РФ на первичных аукционах в третьем - четвертом кварталах прошлого года, на долю которых пришлось порядка 81- 87% от общего объема. Около 4,7% (+0,5 п.п. с начала года) рынка занимают облигации федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН).

#### Структура рынка федеральных облигаций



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

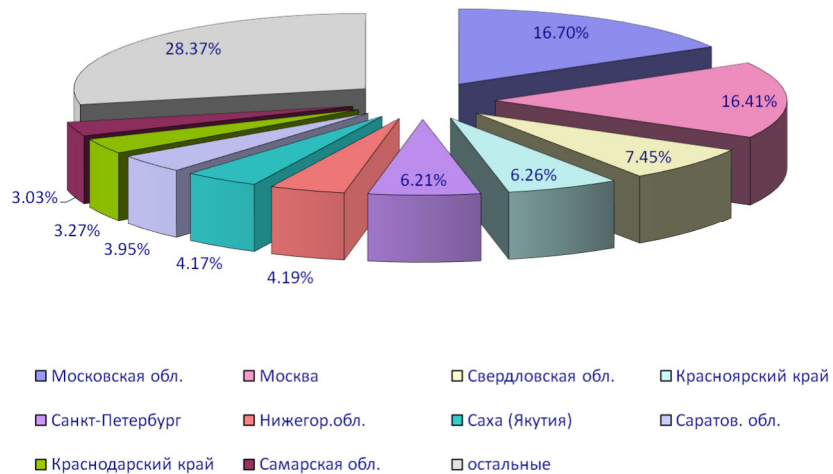
Кроме того, на 1 октября 2021г. на счетах физических лиц лежали **ОФЗ-н** пяти выпусков на общую сумму 37,185 млрд руб., которая выросла за третий квартал на 4,062 млрд руб. (+12%), но снизилась с начала года на 2,602 млрд руб., в т.ч. за счет полного погашения одного выпуска и частичного досрочного погашения по четырем выпускам. 2 августа т.г. началось размещение выпуска ОФЗ-н 53008, объем в обращении которого составил на конец третьего квартала т.г. 4,269 млрд руб. (28,5%) из объявленных 15 млрд руб. по номинальной стоимости. Выпуск начал размещаться с доходностью 8,02% годовых, которая к концу сентября была увеличена до 8,20% годовых, а на начало октября – до 8,34% годовых.



На рынке субфедеральных и муниципальных облигаций, обращающихся на МБ, на конец девяти месяцев 2021 года было представлено 115 выпусков долговых ценных бумаг 42 регионов - эмитентов, а также 10 выпусков 5 органов местной власти.

Первое место на рынке сохранила Московская область, объем облигаций в обращении которой составляет 148,0 млрд руб. или 16,7% от общего объема рынка субфедеральных облигаций. Второе место заняла Москва, объем облигаций которой составил 145,433 млрд руб. или 16,41% от общего объема. Замыкает «тройку лидеров» Свердловская область (66 млрд руб. или 7,45%). На долю регионов, занимающих с 4 по 10 места, приходится от 6,26% до 3,03% рынка. При этом первая десятка регионов занимает порядка 71,63% рынка субфедеральных облигаций.

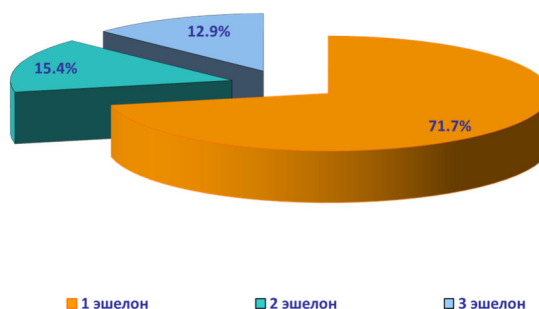
#### Структура рынка субфедеральных и муниципальных облигаций, % от общего объема



Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»

По нашим оценкам, доля облигаций региональных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) выросла до 71,7% с 61,6% в начале года, в первую очередь, за счет размещения облигаций Москвы. Доля облигаций второго и третьего эшелонов составила 15,4% и 12,9% против 18,7% и 19,7% в начале года соответственно.

#### Эшелонированность рынка субфедеральных облигаций, % от общего объема

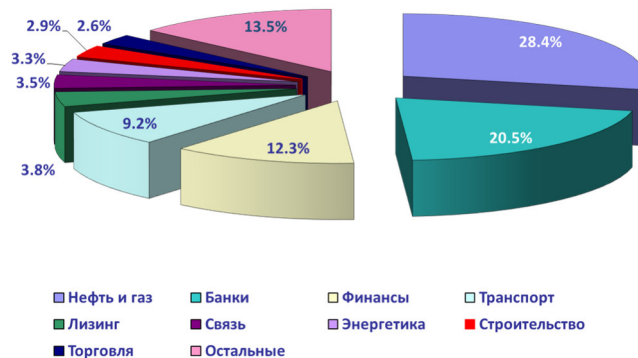


Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»



На рынке корпоративных облигаций на конец 3 квартала 2021г. в обращении на Московской бирже находилось 1914 выпусков 362 эмитентов (без учета структурных и однодневных облигаций). Максимальную долю на рынке по-прежнему сохраняет нефтегазовый сектор с объемом 4,007 трлн руб. или 28,4% от общего объема корпоративных облигаций в обращении. На втором месте с долей рынка 20,50% находятся банковские облигации общим объемом 2,896 трлн руб. Еще порядка 12,3% и 3,8% (3 и 5 места) занимают облигации финансовых (в т.ч. ипотечные облигации) и лизинговых компаний соответственно. Реальная экономика представлена также транспортным сектором (4-е место, 9,2%), связью (3,5%), энергетикой (3,3%), строительством (2,7%) (без учета строительства жилья с долей 2%), торговлей (2,7%). На долю остальных отраслей приходится 13,5% рынка, при этом максимальная доля не превышает 2,2%.

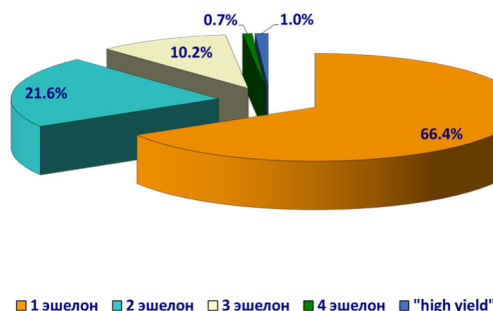
#### Отраслевая структура рынка корпоративных облигаций, % от общего объема



Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН».

Доля облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством), по нашим оценкам, составила 66,4% против 63,8% на начало 2021 года от суммарного объема рынка соответственно. Доля облигаций второго эшелона составляет, по нашим оценкам, 21,6% (22,8% на начало года), третьего эшелона – 10,2% (10,9% на начало года) и 4-го эшелона -0,7%. На конец третьего квартала 2021г. в обращении на рынке находилось 208 выпусков высокодоходных облигаций (ВДО) 104 эмитентов на общую сумму порядка 143,7 млрд руб. по номинальной стоимости, а их доля составила 1,0% против 0,8% на начало 2021 года.

#### Эшелонированность рынка корпоративных облигаций, % от общего объема



Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»



Крупнейшими эмитентами корпоративных облигаций являются: НК Роснефть (с долей 22,2% против 24,7% в начале года), РЖД (8,0% против 7,8%), Сбербанк (6,3% против 5,7%), Дом.РФ и Дом.РФ ИА (5,2% против 4,5%), ВЭБ.РФ (3,5% против 3,0%). На долю 30 крупнейших корпоративных эмитентов приходится порядка 74,8% против 74,2% на начало года.

**Крупнейшие эмитенты на рынке корпоративных облигаций, % от общего объема**

№ п.п.	Эмитент	Объем в обращении, млн руб.	Доля рынка, %	Количество выпусков
1	НК Роснефть	3 140 236.3	22.2%	41
2	РЖД	1 125 200.0	8.0%	56
3	Сбербанк	890 005.0	6.3%	366
4	Дом.РФ ИА	510 761.8	3.6%	31
5	ВЭБ.РФ	500 671.2	3.5%	32
6	ВТБ	390 600.3	2.8%	156
7	Газпромбанк	309 381.0	2.2%	39
8	Газпром	295 000.0	2.1%	16
9	Россельхозбанк	282 173.8	2.0%	42
10	ГТЛК	239 057.0	1.7%	28
11	ФСК ЕЭС	236 000.0	1.7%	19
12	ГСП-Финанс	231 200.0	1.6%	3
13	ДОМ.РФ	219 700.0	1.6%	22
14	АФК Система	214 700.0	1.5%	21
15	Транснефть	194 000.0	1.4%	12
16	Газпром нефть	180 000.0	1.3%	11
17	МТС	169 000.0	1.2%	17
18	АЛЬФА-БАНК	164 900.0	1.2%	22
19	Росбанк	150 562.5	1.1%	23
20	Ростелеком	140 000.0	1.0%	12
21	Банк ФК Открытие	135 200.3	1.0%	22
22	Концерн РОССИУМ	130 000.0	0.9%	8
23	ИКС 5 ФИНАНС	125 000.0	0.9%	16
24	Башнефть	115 000.0	0.8%	16
25	Магнит	90 000.0	0.6%	8
26	ЕвроХим	87 000.0	0.6%	6
27	Промсвязьбанк	85 494.4	0.6%	10
28	Совкомбанк	72 626.0	0.5%	10
29	Роснано	71 580.0	0.5%	9
30	СУЭК-Финанс	71 000.0	0.5%	3

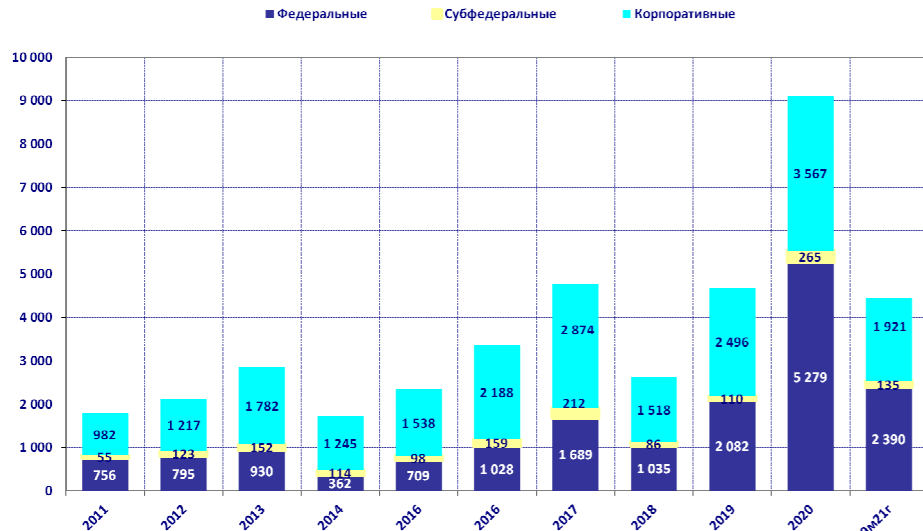
Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»



### Основные показатели первичного рынка

Объем первичных размещений рублевых облигаций по итогам трех кварталов 2021г. составил, по нашим оценкам, около 4 445,8 млрд руб., что на 1,0% ниже показателя за аналогичный период предыдущего года. При этом первичный рынок ОФЗ показал снижение в размере 16,0%. На рынке субфедеральных и корпоративных облигаций рост размещений составил 23,3% и 25,1% соответственно.

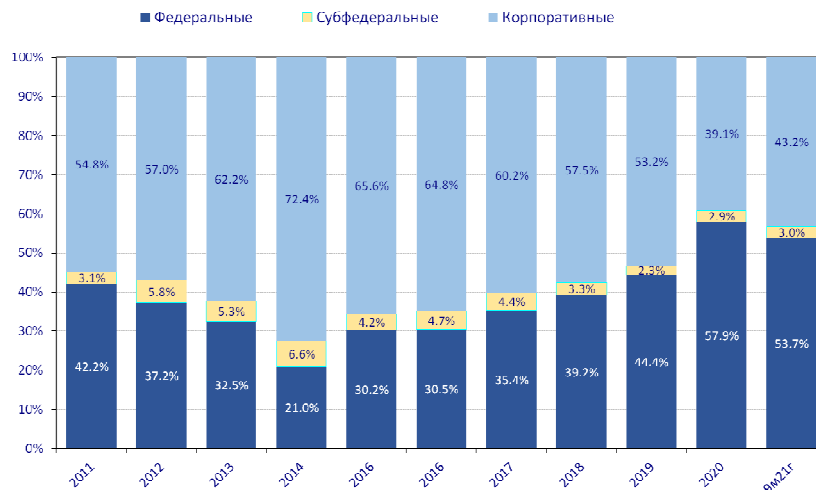
#### Объем первичного размещения облигаций в 2011–2021гг., млрд руб.



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

На долю ОФЗ пришлось 53,7% от общего объема размещений (57,9% по итогам прошлого года), на долю корпоративных и субфедеральных облигаций – 43,2% и 3,0% (39,1% и 2,9% по итогам прошлого года) соответственно. В прошлом году впервые за последние 10 лет объем размещения государственных облигаций превысил объем корпоративных облигаций, а по итогам трех кварталов 2021г. их доля незначительно снизилась за счет не только снижения размещений ОФЗ, но и за счет увеличения активности на рынке субфедеральных и корпоративных облигаций.

#### Структура первичного размещения облигаций в 2011–2020гг., млрд руб.



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





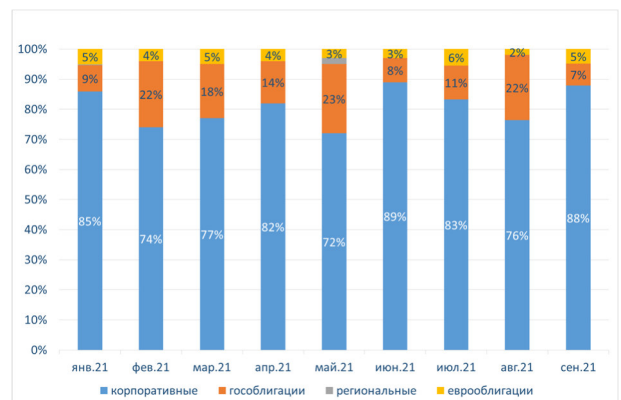
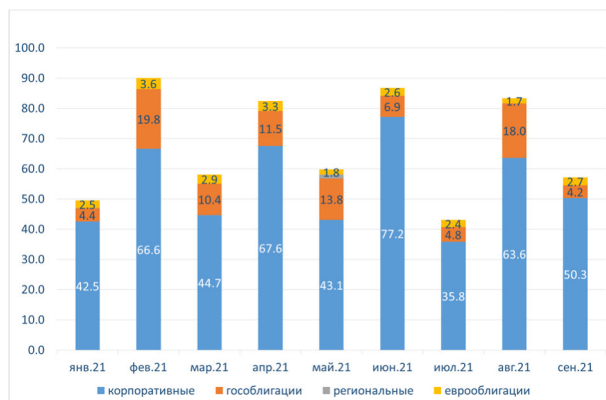
По данным Московской биржи **физические лица** по итогам трех кварталов 2021г. вложили в облигации 610,4 млрд руб., что составляет 98,9% от вложений за 2020г. в целом. Вложения физлиц в ОФЗ по итогам трех кварталов 2021г. выросла в 2,4 раза к показателю за предыдущий год в целом до 93,8 млрд руб. В результате доля вложений физлиц в текущем году составила порядка 3,9% от общего объема размещения ОФЗ. Доля вложений в корпоративные облигации была максимальной и составляла 80,49% против 88,5% в 2020г., а объем вложения составил 491,3 млрд руб. или 90,0% от объема вложений 2020г. Минимальную долю (0,22% или 1,3 млрд руб.) во вложениях физлиц занимают субфедеральные облигации. Физлицами было приобретено 26,5% от общего объема корпоративных облигаций, размещенных по итогам трех кварталов 2021г., и порядка 1,0% от объема размещенных субфедеральных облигаций.

#### Вложения физических лиц в облигации на МБ

	2020г.		1Q 2021		2Q 2021		3Q 2021		9мес2021	
	млрд. руб.	%	млрд. руб.	%	млрд. руб.	%	млрд. руб.	%	млрд. руб.	%
Облигации, млрд. руб.	617.0	100.00%	198.0	100.00%	228.9	100.00%	183.5	100.00%	610.4	100.00%
корпоративные	546.0	88.50%	153.8	77.66%	187.8	82.04%	149.7	81.60%	491.3	80.49%
гособлигации	40.1	6.50%	34.6	17.47%	32.2	14.08%	27.0	14.71%	93.8	15.37%
региональные	6.2	1.00%	0.2	0.08%	1.2	0.52%	0.0	0.00%	1.3	0.22%
евроблигации	24.7	4.00%	9.0	4.55%	7.7	3.36%	6.8	3.69%	23.5	3.84%

Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

#### Объемы и структура вложений физических лиц в облигации на МБ в 2021г.



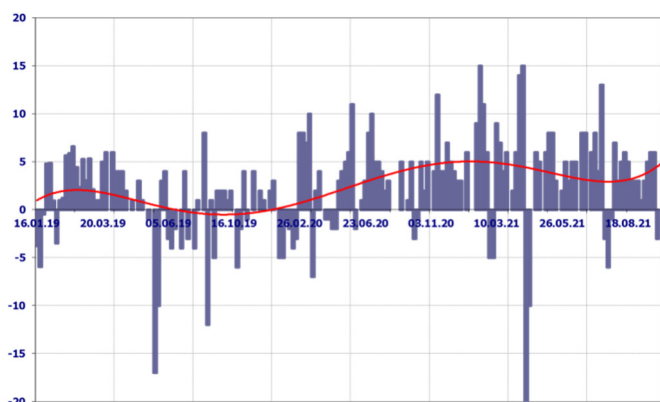
Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

После того, как план заимствования в первом и втором кварталах объемом по 1 трлн руб. был исполнен на 77,4% и 85,5% соответственно, сниженный до 700 млрд руб. план заимствования на третий квартал был перевыполнен на 8,14% с объемом размещения ОФЗ на общую сумму 756,946 млрд руб.

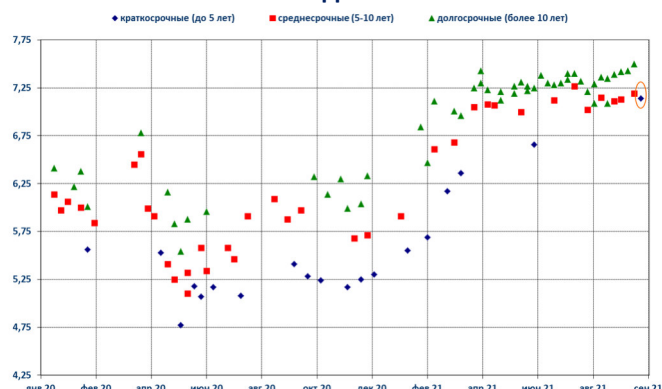
Напомним, что Минфин продолжил размещение новых выпусков ценных бумаг с датой регистрации и начала размещения после 14 июня 2021 г. с прекращением доразмещений ОФЗ, выпуски которых были зарегистрированы ранее указанной выше даты. Это было ответной реакцией на новые санкции, введенные 15 апреля т.г. со стороны США, которые запрещают американским финансовым институтам с 14 июня т.г. приобретать ОФЗ на аукционах.

Новые выпуски госбумаг имеют срок обращения: 8, 10, 15 и 20 лет. В июле ситуация на рынке оставалась непростой в преддверие заседания Банка России. А на первичном рынке повышенным спросом пользовались лишь два выпуска со сроком обращения 8 и 10 лет, ограниченные предложения которых реализовывались в полном объеме. По итогам июля план был исполнен всего на 22,3%. С конца июля и в августе Минфин перешел к проведению безлимитных аукционов, что на фоне улучшения конъюнктуры вторичного рынка привело к выполнению плана по итогам двух месяцев на 82,1%.

**Средняя «премия» по доходности, б.п**



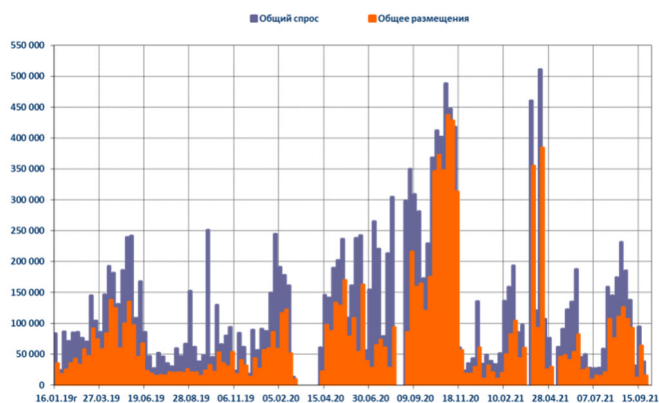
**Доходность при размещении ОФЗ в 2019-2021г., % годовых**



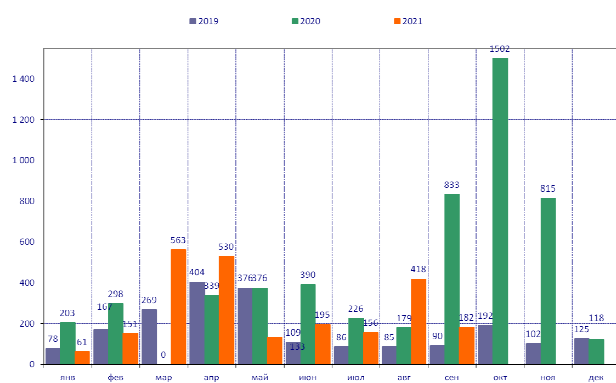
Источник: Минфин РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

В сентябре объем размещения ОФЗ составил 182,4 млрд руб., что стало на 56,4% ниже показателя августа. На фоне повышения доходности ОФЗ на вторичном рынке спрос и объем размещения на аукционах постоянно снижался на фоне повышения «премии» для инвесторов, которая достигала 6 б.п. Кроме того, в сентябре дважды отменялись аукционы. В первый раз, по техническим причинам был отменен аукцион по размещению нового выпуска ОФЗ-ИН 52004. В конце сентября Минфин отказался от размещения ОФЗ в связи с возросшей волатильностью на финансовых рынках. В сентябре впервые в истории весь предложенный объем выпуска был размещен в результате удовлетворения одной заявки. Это произошло при проведении дебютного размещения четырехлетнего выпуска ОФЗ-ПД 25085 в объеме 15 млрд руб.

**Объемы спроса и размещения ОФЗ, млн руб.**



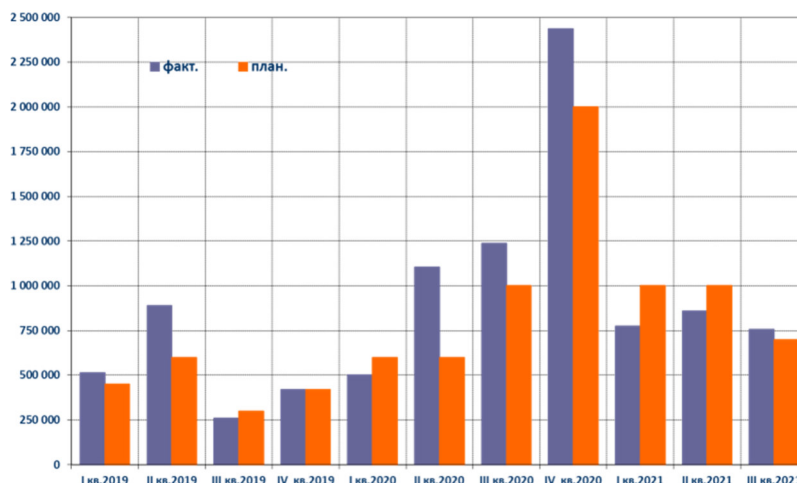
**Размещение ОФЗ ежемесячно, млн руб.**



По итогам размещений двенадцати аукционных дней в июле - сентябре т.г. Минфин РФ разместил гособлигации на общую сумму порядка 756,946 млрд руб., выполнив на 108,14% план привлечения на рынке ОФЗ в III квартале 2021г., который был установлен на уровне 700 млрд руб. План привлечения на рынке ОФЗ в VI квартале 2021г. установлен на уровне 520 млрд руб. Согласно предварительному графику аукционов, ориентировочный объем предложения облигаций со сроком обращения до 5 лет включительно составит 50 млрд руб., бумаги сроком от 5 до 10 лет будут предложены в объеме 250 млрд руб. и на 220 млрд руб. планируется разместить облигации со сроком обращения более 10 лет. Таким образом, по плану еженедельно необходимо привлекать ОФЗ на сумму порядка 43,333 млрд руб. Скорректированный (с учетом фактического привлечения в первых трех и плана на четвертый квартал) годовой план, который оценивается в размере 2 909,625 млрд руб., по итогам прошедших с начала года размещений исполнен на 82,1%.



**Размещение ОФЗ поквартально, млн руб.**



Источник: Минфин РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

**В 2021г. размещения субфедеральных облигаций** стартовали в конце апреля с возвращения после долгого перерыва на рынок г. Москва. В целом за 2 квартал было размещено облигаций на 125 млрд руб., что в 2,2 раза больше чем в 2 квартале 2020г. Наиболее активным месяцем стал май, когда состоялись два размещения общим объемом 76,5 млрд руб. В 3 квартале состоялось единственное размещение субфедерального эмитента – Республики Башкортостан в объеме 10 млрд руб.

27 апреля 2021г. состоялись первые в текущем году размещения субфедеральных облигаций. **Город Москва** разместил по итогам аукциона по цене и в ходе вторичных торгов трехлетние облигации на общую сумму 35 млрд руб. с доходностью 6,73% годовых (при первоначальном ориентире 6,67-6,77% годовых) и спрэдом к G-кривой ОФЗ в размере 61 б.п

**Итоги размещения субфедеральных облигаций в 2021г.**

Выпуск	Дата размещения	Дата погашения	Объем выпуска, млн. руб.	Объем размещ., млн. руб.	Спрос, млн. руб.	Купон, %	Дох-ть при размещении	Дюрация лет	Спрэд к ОФЗ, б.п.	Рейтинги агентств S&P's / Moody's / Fitch / АКРА / RAEX
Томская обл., 35067*	27.04.21	23.07.27	5 000	3 000	-	6.70	8.00	3.63	165	-/-/BBB(RU)/ruBBB+
г. Москва, 25072	27.04.21	23.04.24	35 000	32 688	79 300	6.55	6.73	2.76	61	BBB-/Baa3/BBB/AAA(RU)/-
г. Москва, 25072*	27.04.21	23.04.24	35 000	2 312	-	6.55	6.73	2.76	61	BBB-/Baa3/BBB/AAA(RU)/-
Саха (Якутия)	17.05.21	08.05.28	6 500	6 500	26 000	7,25	7,45	4,16	93	- / - / BBB- / - / ruAA-
г. Москва, 26074 (зеленые)	27.05.21	18.05.28	70 000	70 000	86 300	7,38	7,52	5,60	71	BBB-/Baa3/BBB/AAA(RU)/-
г. Москва, 25073	10.06.21	21.04.26	35 000	9 237	-	7,20	7,51	4,15	65	BBB-/Baa3/BBB/AAA(RU)/-
Башкортостан, 34012	13.07.21	07.07.26	10 000	10 000	28 000	7,65	7,87	3,53	82	-/Ba1/BBB-/ruAA+

\*- доразмещение

**Томская область** доразместила облигации обращающегося выпуска с погашением в июле 2027г. в объеме 3 млрд руб., который был снижен в ходе сбора заявок накануне с планируемых 5 млрд руб. Первоначальный ориентир по доходности составлял 8,10% годовых, по итогам сбора заявок доходность была установлена на уровне 8,00% годовых (спрэд к G-кривой ОФЗ 165 б.п.).

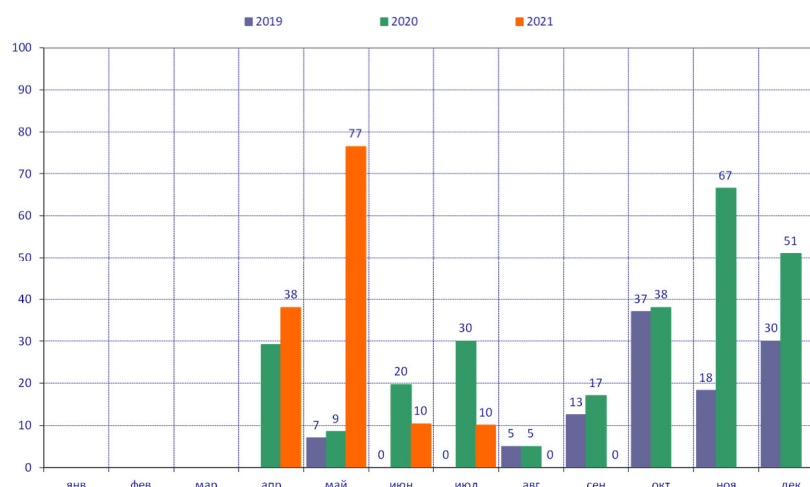
Сбор заявок инвесторов на 7-летний выпуск номинальным объемом 6,5 млрд руб. **Республики Саха (Якутия)** состоялся 12 мая. Эмитент установил ставку купона на уровне 7,25% против первоначального ориентира в диапазоне 7,4-7,8%. Данному уровню купонной ставки соответствует доходность к погашению 7,45% годовых (спрэд к G-кривой составил 93б.п. при дюрации 4,16г.).

27 мая 2021г. **город Москва** первым из регионов разместил «зеленые» облигации номинальным объемом 70 млрд руб., срок обращения облигаций — с 27 мая 2021 (включительно) по 17 мая 2028 года (включительно), дата погашения облигаций — 18 мая 2028 года. Книга инвесторов была собрана по ставке купона 7,38%, т.е. по верхней границе индикативного диапазона купона 7,29-7,38% годовых. Установленной ставке соответствует доходность к погашению через 7 лет в размере 7,52% годовых или спрэду к кривой ОФЗ 71 б.п. при дюрации 5,6г.

На аукционе, состоявшемся 10 июня 2021г., **город Москва разместил** 5-летние облигации 73-й серии в объеме 9 млрд 236,884 тыс. руб. из планируемого объема в 35 млрд руб. Цена размещения составила 99,28% от номинала, доходность к погашению 7,51% годовых. Ориентир по доходности озвучивался департаментом финансов столицы на уровне - премия 55-65 базисных пунктов к 5-летним ОФЗ.

**Республика Башкортостан** 13 июля 2021г. разместила 5-летний выпуск с амортизацией и ежеквартальным купоном номинальным объемом 10 млрд руб. По итогам book-building эмитент установил ставку купона на уровне 7,65% годовых, что транслируется в доходность 7,87% годовых (спрэд к G-кривой составил 82б.п. при дюрации 3,5г.).

#### Ежемесячные объемы размещения субфедеральных облигаций, млн руб.



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Согласно бюджетам субъектов РФ в 2021 году было запланировано привлечь на финансирование дефицита бюджетов порядка 890,297 млрд руб., в т.ч. на рынке ценных бумаг – 654,508 (73,5%), через кредитные организации – 310,327 млрд руб. (34,9%). При этом в 2021 году планировалось разместить региональных облигаций на общую сумму 787,059 млрд руб., и погасить облигации на общую сумму 132,551 млрд руб.

В 2021г. на публичный рынок капитала планировали выйти 29 регионов, крупнейшими из которых являлись: г. Москва (396 млрд руб. или 50,3% от общего планируемого объема размещения), г. Санкт-Петербург (86,694 млрд руб., 11,0%), Московская область (60 млрд руб., 7,6%). При этом на долю 10 крупнейших заемщиков приходится 87,9% от общего планируемого объема размещения



Планируемые объемы размещения облигаций субъектов РФ в 2021г.

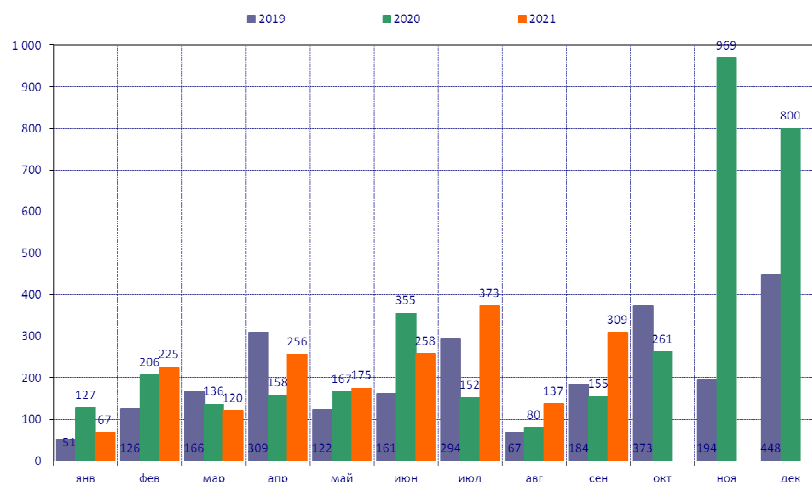
№	Регион	Привлечение, млн руб.	Доля, %
1	Город Москва	396 000	50.3%
2	Город Санкт-Петербург	86 694	11.0%
3	Московская область	60 000	7.6%
4	Томская область	30 500	3.9%
5	Челябинская область	26 000	3.3%
6	Свердловская область	25 000	3.2%
7	Красноярский край	22 655	2.9%
8	Ямало-Ненецкий автономный округ	18 100	2.3%
9	Нижегородская область	15 000	1.9%
10	Самарская область	12 000	1.5%
11	Республика Коми	10 000	1.3%
12	Новосибирская область	10 000	1.3%
13	Тюменская область	10 000	1.3%
14	Ханты-Мансийский АО – Югра	10 000	1.3%
15	Республика Саха (Якутия)	6 500	0.8%
16	Ярославская область	6 000	0.8%
17	Удмуртская Республика	5 000	0.6%
18	Белгородская область	5 000	0.6%
19	Калининградская область	5 000	0.6%
20	Омская область	5 000	0.6%
21	Оренбургская область	5 000	0.6%
22	Республика Башкортостан	4 700	0.6%
23	Иркутская область	4 000	0.5%
24	Липецкая область	3 000	0.4%
25	Рязанская область	2 500	0.3%
26	Республика Карелия	2 000	0.3%
27	Республика Алтай	1 057	0.1%
28	Алтайский край	350	0.0%
29	Республика Бурятия	2	0.0%
	<b>ИТОГО</b>	<b>787 059</b>	<b>100.0%</b>

Источник: бюджеты субъектов РФ на 2021г., расчет ООО «БК РЕГИОН»

В 2021г. ожидается погашение облигационных займов 32 регионов, крупнейшими из которых по объему погашений являются: Томская область (25 млрд руб., 18,9% от общего объема погашения), Московская область (18,75 млрд руб., 14,1%), Красноярский край (12,958 млрд руб., 9,8%). На долю 10 крупнейших по объему погашения облигаций регионов приходится 71,5% от общего объема.

На **первичном рынке корпоративных облигаций** (без учета краткосрочных выпусков ВТБ и ВЭБ.РФ) в третьем квартале 2021г. объем размещения на Московской бирже составил 819,0 млрд руб., что в 2,1 раза выше уровня за аналогичный период предыдущего года и на 18,8% больше объема 2 квартала 2021г. По итогам 9 месяцев 2021г. общий объем размещений корпоративных облигаций составил 1 921,1 млрд руб., что на 25% выше показателя за аналогичный период 2020г.

**Объем размещения корпоративных облигаций, млрд руб.**



Источники: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

**В качестве основных тенденций на первичном рынке корпоративного долга в 3 квартале 2021г. можно выделить:**

- высокую активность эмитентов **банковского сектора, лизинговых компаний** и компаний сектора строительства;
- **снижение ставок и увеличение первоначальных** объемов размещения выпусков в ходе book-building;
- **выход на рынок компаний-дебютантов** (Мэйл.ру Финанс, ТАМИ и Ко, СОПФ «Инфраструктурные облигации», Росгеология);
- **развитие ESG направления.** В июле Синара-Транспортные машины разместила «зеленые облигации» для финансирования производства экологичного железнодорожного транспорта для РЖД, СОПФ «Инфраструктурные облигации» (дочерняя компания ДОМ.РФ) выпустило социальные инфраструктурные облигации;
- **«возвращение» на рынок дисконтных облигаций.** В сентябре Сбербанк разместил 3,5-летний выпуск дисконтных облигаций с погашением в феврале 2025 г. номинальным объемом 15 млрд руб.

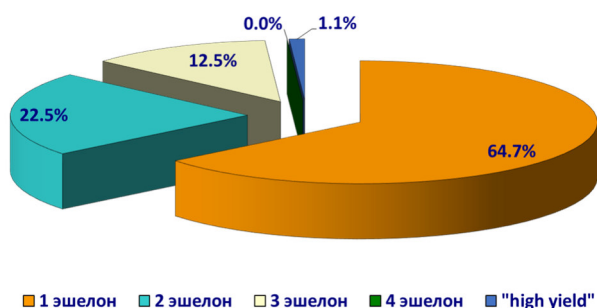
В третьем квартале 2021г. 71 эмитент разместил 135 выпусков. Самыми крупными заемщиками среди них стали: НК Роснефть (22,3% от общего объема), Сбербанк (10,1%), Газпром капитал (7,3%), ВЭБ.РФ (4,9%) и АФК Система (3,6%). На долю тридцати крупнейших эмитентов по итогам третьего квартала приходится 91,4% от общего объема размещения.

По нашим оценкам, доля размещенных в первом полугодии 2021г. 72 выпусков облигаций 16 корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) составляла 64,7% от общего объема (60,5% по итогам 2020г. в целом), включая 1,1% приходящиеся на 46 выпусков инвестиционных облигаций трех эмитентов (Сбербанка, ВТБ и ГПБ). Доля облигаций второго и третьего эшелонов составила 22,5% и 12,5% соответственно. Порядка 1,1% приходилось на 20 выпусков 19 эмитентов ВДО.

**Таблица. Крупнейшие корпоративные заемщики на рынке облигаций в 3 квартале 2021г.**

№ п.п.	Эмитент	Объем в обращении, млн руб.	Доля рынка, %	Количество выпусков
1	НК Роснефть	184 236.3	22.3%	1
2	Сбербанк	83 306.0	10.1%	30
3	Газпром Капитал	60 000.0	7.3%	1
4	ВЭБ.РФ	40 484.8	4.9%	1
5	АФК Система	30 000.0	3.6%	2
6	МКБ	29 998.0	3.6%	2
7	ВТБ	25 770.1	3.1%	24
8	Россельхозбанк	25 021.2	3.0%	3
9	Росбанк	20 000.0	2.4%	1
10	НКНХ	17 200.0	2.1%	1
11	Промсвязьбанк	15 351.1	1.9%	2
12	Банк ФК Открытие	15 153.0	1.8%	2
13	ГК Самолет	15 000.0	1.8%	1
14	Мэйл.Ру Финанс	15 000.0	1.8%	1
15	НГК Славнефть	15 000.0	1.8%	2
16	РЖД	15 000.0	1.8%	1
17	Ростелеком	15 000.0	1.8%	1
18	Европлан	14 000.0	1.7%	2
19	РЕСО-Лизинг	12 150.0	1.5%	3
20	Группа ЛСР	10 000.0	1.2%	1
21	ИКС 5 ФИНАНС	10 000.0	1.2%	1
22	Лидер-Инвест	10 000.0	1.2%	1
23	ПИК - Корпорация	10 000.0	1.2%	1
24	СИБУР Холдинг	10 000.0	1.2%	1
25	Синара ТМ	10 000.0	1.2%	1

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

**Эшелонированность первичного рынка корпоративных облигаций, % от общего объема размещения**


Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»

### Обороты вторичного рынка

По итогам трех кварталов 2021г. объем биржевых сделок с рублевыми облигациями составил 6 284,6 млрд руб., что на 20,0% ниже показателя за аналогичный период предыдущего года. При этом в сегменте федеральных и корпоративных облигаций наблюдалось снижение объема сделок на 20,9% до 4 584,7 млрд руб. и на 17,1% до 1 596,1 млрд руб. соответственно. На 24,9% произошло максимальное снижение объема сделок в субфедеральном сегменте, где первичных размещений в третьем квартале практически не было. Правда, и объем сделок с ними достаточно мал – около 103,8 млрд руб. или всего 1,7% от общего объема. На долю гособлигаций пришлось около 73,0% от суммарного объема, на долю корпоративных облигаций – 25,4%, что говорит о минимальных изменениях по сравнению с предыдущим годом, когда их доли составляли 73,0% и 25,0% соответственно. Можно отметить, что **приостановился рост доли ОФЗ** в суммарном объеме биржевых торгов, который наблюдается с 2016г.

Рисунок. Объем биржевых сделок с облигациями, млрд руб.

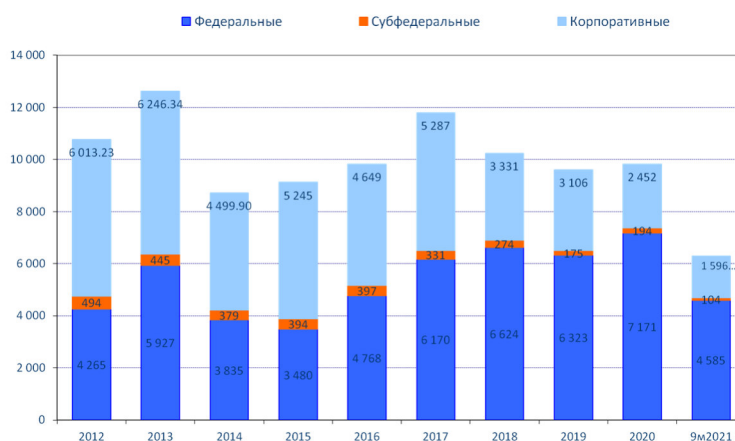
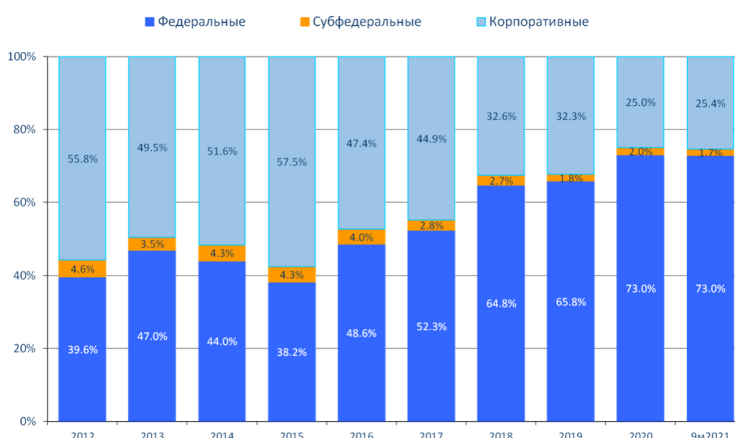


Рисунок. Структура биржевых сделок с облигациями, в % от суммарного объема

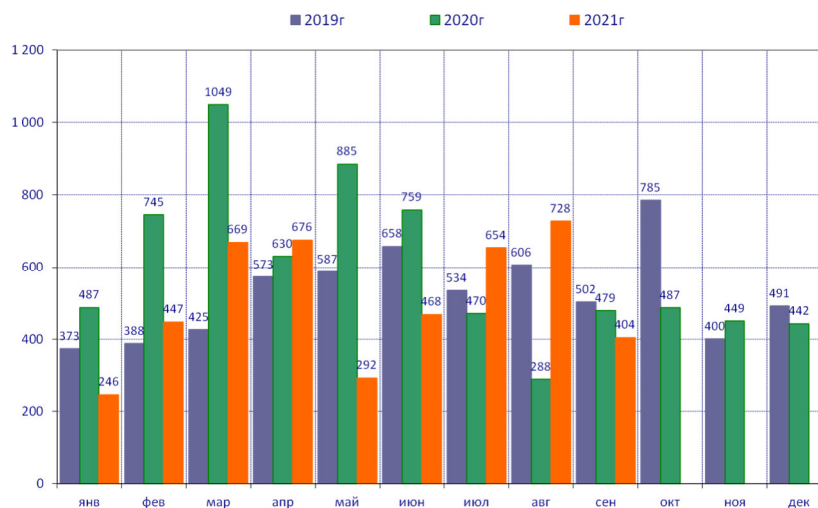


Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

На рынке ОФЗ максимальный в текущем году объем сделок был зафиксирован в августе (728 млрд руб.) на фоне «активного возвращения на рынок» инвесторов-нерезидентов. Однако в сентябре на фоне ухудшения конъюнктуры и возобновления роста процентных ставок объем сделок снизился до 404 млрд руб., что превысило показатели только января и мая текущего года.



**Объем торгов с ОФЗ, млрд руб.**

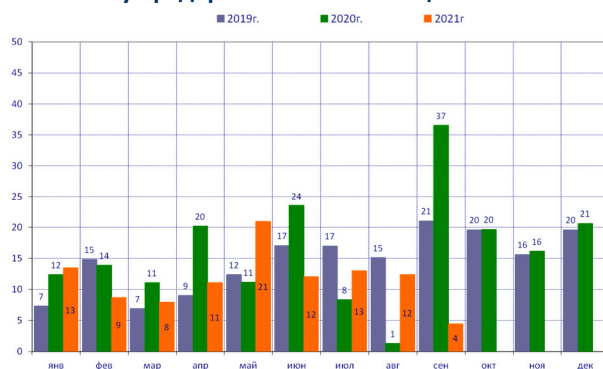


Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

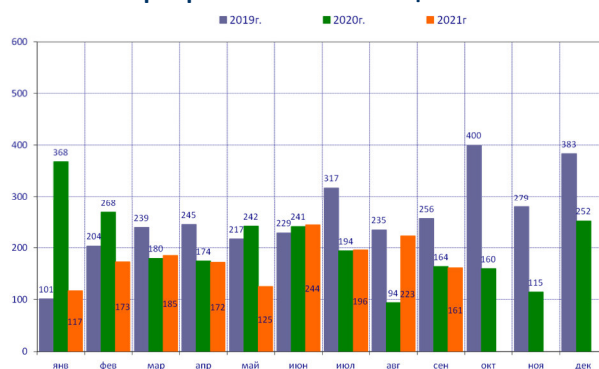
На вторичном рынке **субфедеральных облигаций** в третьем квартале 2021г. минимальный объем сделок, составивший порядка 4,4 млрд руб., был зафиксирован в сентябре, что было обусловлено, прежде всего, ухудшением конъюнктуры и отсутствием новых размещений в течение последних двух месяцев. На рынке **корпоративных облигаций** наблюдались похожие тенденции: после повышения в августе до 222,6 млрд руб. (второй показатель текущего года) в сентябре объем сделок снизился до 161,3 млрд руб. (меньшие объемы были зафиксированы только в январе и мае).

**Объем биржевых торгов, млрд руб.**

**с субфедеральными облигациями**



**с корпоративными облигациями**

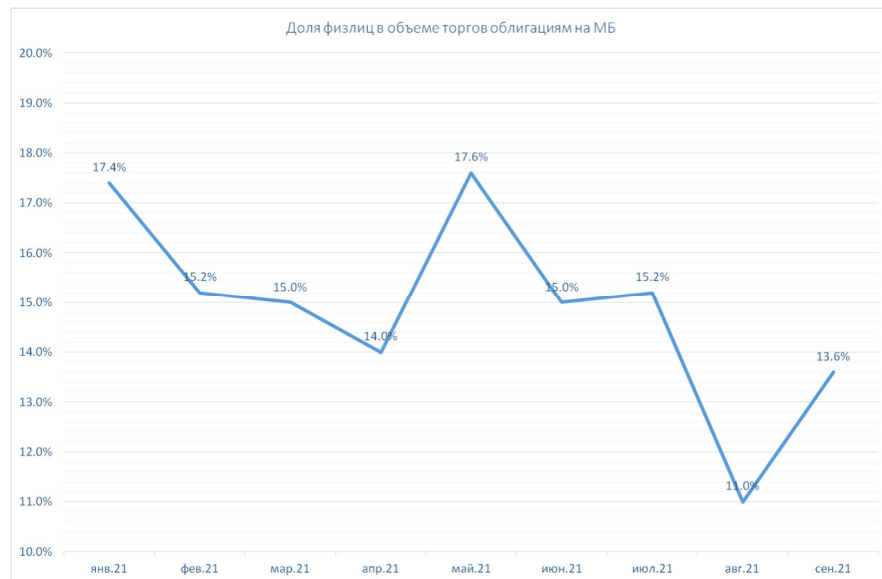


Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

По данным Московской биржи **доля физических лиц** в суммарном объеме сделок с облигациями на вторичном рынке в третьем квартале менялась от минимального уровня 11,0% в августе 2021г. до максимального уровня 15,2% в июле 2021г. По итогам трех кварталов 2021г. средняя доля составила 14,9%, что на 1,9% выше 13% по итогам 2020г. в целом.



### Доля физических лиц в объеме вторичных торгов с облигациями на МБ



Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

### Рейтинговые действия

В течение 3 квартала 2021г. в результате плановых пересмотров суверенных кредитных рейтингов России агентства «большой тройки» предприняли следующие действия:

- 9 июля агентство Fitch **подтвердило** суверенный рейтинг категории «ВВВ», сохранив «стабильный» прогноз. В качестве причин сохранения рейтинга РФ агентство указывает «*надежную основу макроэкономической политики, сильный внешний баланс и самый низкий уровень государственного долга среди других стран. Среди негативных рейтинговых факторов - геополитический риск, слабое качество управления по сравнению с сопоставимыми государствами, низкий потенциал роста ВВП и высокая зависимость от сырьевого сектора*»;

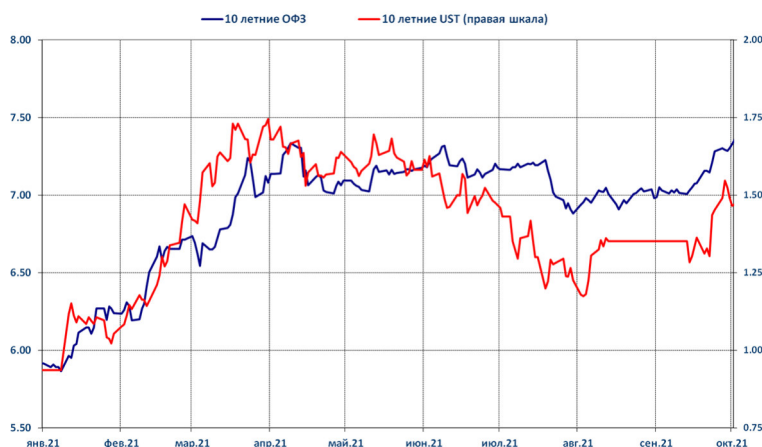
- 16 июля агентство **Standard&Poor's сохранило** суверенный рейтинг «ВВВ», прогноз стабильный. По мнению аналитиков, «*позитивное влияние на суверенные рейтинги оказывают приверженность России проведению консервативной макроэкономической политики, сильная позиция экономики как внешнего нетто-кредитора, низкий уровень государственного долга и достаточно гибкая денежно-кредитная политика*». Негативными и ограничивающими факторами выступают «*структурные проблемы российской экономики, значительные ограничения в институциональной и регуляторной среде, а также геополитическая напряженность и экономические санкции против РФ, которые отрицательно сказываются на долгосрочных перспективах экономического роста*».

### Текущая конъюнктура рынка рублевых облигаций

Ситуация на рынке рублевых облигаций во многом обусловлена конъюнктурой рынка государственных облигаций, которая с начала текущего года находится под влиянием как внешних, так и внутренних факторов, основные из которых, по нашему мнению, представлены ниже.

**Среди внешних факторов, которые, в первую очередь,** оказывали негативное влияние в первом квартале, был резкий рост с начала т.г. долгосрочных процентных ставок на всех рынках капитала как развитых, так и развивающихся стран, на фоне повышения инфляционных ожиданий при сохранении крайне мягкой ДКП всех центральных банков и восстановлении экономик. Драйвером этого роста были гособлигации США, доходность которых со сроком обращения 10 лет выросла в первом квартале на 0,82 п.п. до 1,75% годовых. Однако во втором квартале ситуация на долговых рынках существенно изменилась, в т.ч. на рынке гособлигаций США, где доходность 10-и летних облигаций снизилась по итогам второго квартала на 29 б.п. **Дополнительным внешним фактором,** который оказывал негативное влияние на российские ОФЗ в первом квартале, были опасения расширения и усиления антироссийских санкций со стороны США, которые включали бы ограничения на рынке ОФЗ. Однако, после объявления 15 апреля новых санкций со стороны США, которые запрещают американским финансовым институтам с 14 июня т.г. приобретать ОФЗ на аукционах, рынок ОФЗ остановил свое снижение и даже начал расти в цене, в т.ч. благодаря высокой активности инвесторов – нерезидентов в июле и августе т.г. **Очередное негативное внешнее давление началось в самом конце третьего квартал,** когда стало известно о подготовке и затем о внесении палатой представителей Конгресса США поправок в Оборонный бюджет, которые предполагают запрет для американских инвесторов на приобретение суверенного долга на вторичном рынке. Этот фактор останется одним из определяющих ситуацию на рынке ОФЗ и в предстоящем квартале.

### Динамика доходности 10-и летних ОФЗ и UST



Источник: МБ, Refinitiv, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

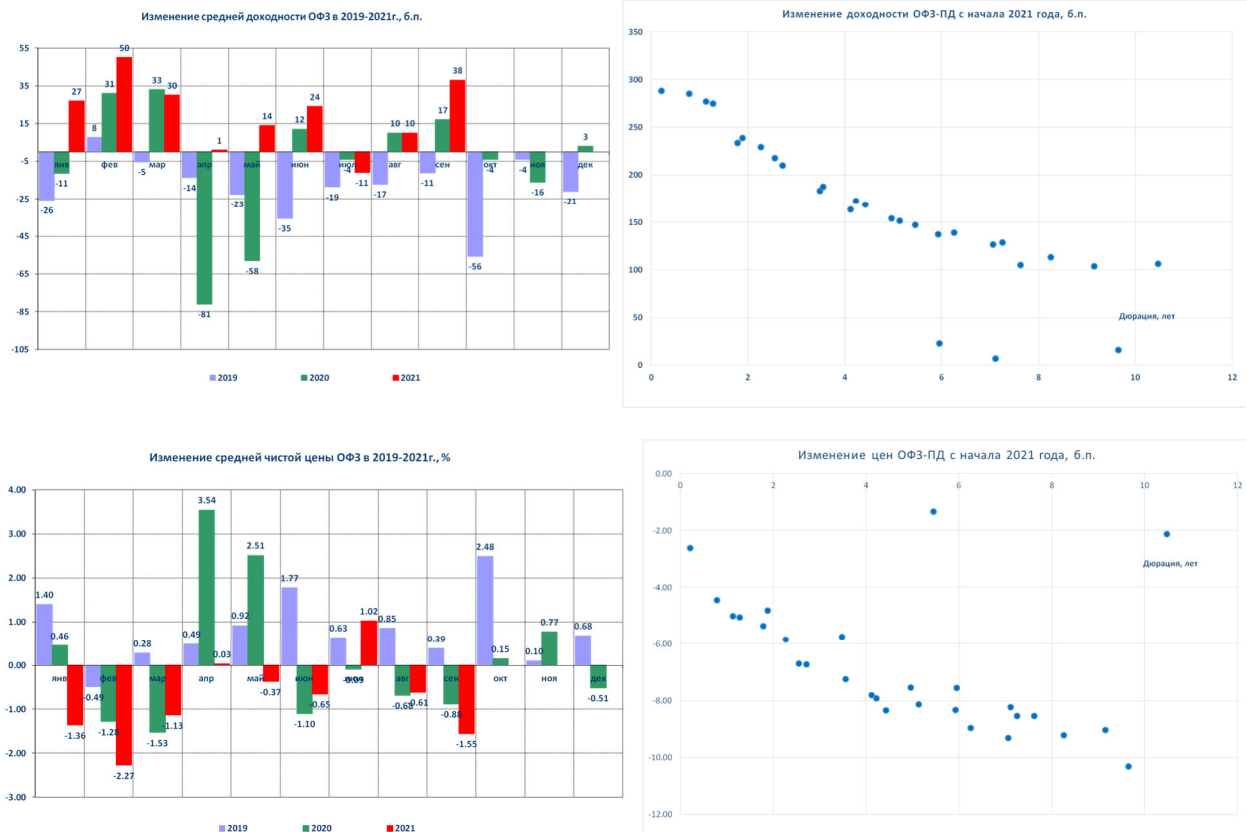
По итогам июля средняя доходность ОФЗ-ПД впервые с начала года показала свое снижение, но в течение следующих двух месяцев вновь наблюдалось ее повышение. По итогам сентября 2021г. средняя доходность ОФЗ-ПД выросла на 38 б.п., существенно ускорившись по сравнению с повышением на 10 б.п. в августе. Сентябрь стал вторым худшим месяцев в текущем году, после февраля, когда рост доходности в среднем по рынку составил 50 б.п. При этом максимальное повышение в пределах 49-61 б.п. было зафиксировано по выпускам со сроком обращения до 1,5 года, а в пределах 36-49 б.п. зафиксировано повышение по выпускам со сроком обращения 1,5-7,5 лет. На длинном конце кривой рост доходности составил 22-31 б.п.

С начала года повышение доходности ОФЗ-ПД в среднем по рынку составило 165 б.п., при максимальном изменении в пределах 313 – 210 б.п. по выпускам со сроком обращения до 3 лет. В пределах 147-188 б.п. составил рост ставок по выпускам со сроком обращения 3-9 лет. На длинном конце «кривой» повышение



ставок было наименьшим и составило в пределах 104-139 б.п. (за исключением «новых» выпусков ОФЗ, размещенных после 14 июня т.г.).

### Изменение средней доходности и средней чистой цены ОФЗ-ПД



Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

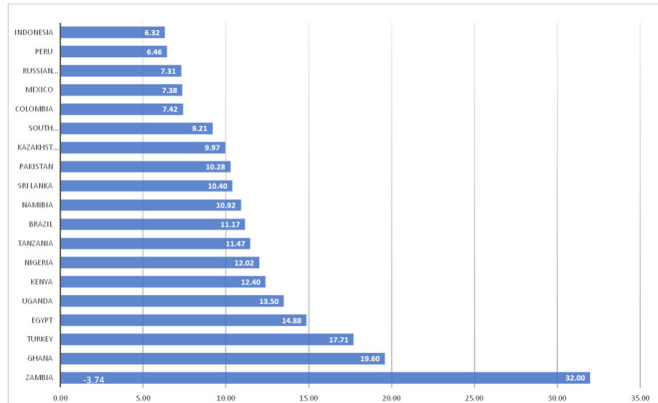
По итогам сентября 2021г. средняя цена ОФЗ-ПД снизилась на 1,55%, существенно ускорившись по сравнению со снижением на 0,61% в августе. Сентябрь стал вторым худшим месяцем в текущем году, после февраля, когда снижение цен в среднем по рынку составило 2,27%. При этом максимальное снижение цен ОФЗ-ПД в пределах 2,04-2,64% составило по выпускам со сроком обращения от 8 и более лет. В пределах 1,33-1,89% снизились цены облигаций со сроком обращения от 4,5 до 7,5 лет, а на более коротком конце снижение составило в пределах 0,18-1,15%. При этом с начала года по выпускам облигаций со сроком обращения от 4 и более лет снижение цен составило в пределах 7,24-10,30%, на более коротком конце кривой – в пределах 2,60-6,72%.

По итогам третьего квартала в целом доходность ОФЗ-ПД в среднем по рынку повысилась на 36 б.п. после повышения на 38 и 108 б.п. в во втором и первом квартале соответственно. Чистая цена ОФЗ-ПД в среднем по рынку снизилась на 1,14% против снижения на 0,92% и 4,84% во втором и первом кварталах соответственно. Снижение чистой цены ОФЗ-ПК в среднем по рынку составило 0,03% против повышения на 0,18% во втором квартале и снижении на 0,11% в первом квартале. Чистая цена ОФЗ-ИН в среднем по рынку снизилась на 0,95% после снижения на 0,49% и 2,69% во втором и первом квартале соответственно.

По итогам первых девяти месяцев 2021г. ОФЗ заняли 12-е место по повышению с начала года доходности среди 10-и летних гособлигаций развитых и развивающихся стран и 17-е место среди наиболее доходных гособлигаций по абсолютному значению (10-е и 15-е места по итогам первого полугодия 2021шг. соответственно).



**Максимальные доходности 10-и летних гособлигаций,  
% годовых**



**Максимальное повышение доходности 10-и летних  
гособлигаций с начала года, п.п.**



Источник: Refinitiv, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Позитивная динамика нефтяных котировок, наблюдаемая более девяти месяцев (с небольшой негативной коррекцией в начале апреля), привела к возврату их на максимальный уровень октября 2018г.. Вместе с тем, периодически нефтяные котировки находятся под разнонаправленным влиянием различных факторов, связанных с темпами восстановления мировой экономики, изменением эпидемиологической ситуации в различных частях света. Кроме того, динамика цен на нефть марки Brent определялась ожиданиями и принятыми решениями на заседаниях ОПЕК. Так, в августе т.г. очередной рост заболеваемости от нового штамма коронавируса обрушил цены на нефть, которые снизились за первые три недели на 15,2% и опустились на уровень конца апреля т.г. Однако падение было кратковременным и к концу сентября цены на нефть достигли нового локального максимума на уровне \$78,50-79,50 за баррель.

**Курс рубля и цены на нефть марки Brent**



Источник: Банк России, МБ, Refinitiv, расчеты БК РЕГИОН

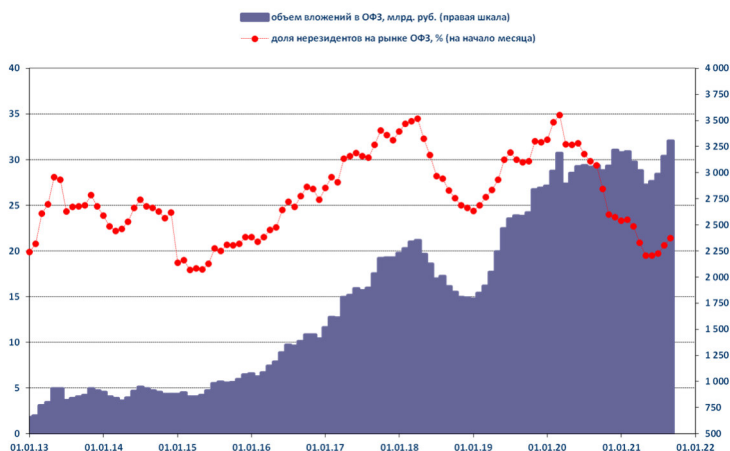
По нашим оценкам, средняя цена на нефть марки Brent в январе – сентябре 2021г. составила \$67,94 за баррель, что на 58,6% выше средней цены за аналогичный период 2020г. (\$42,84 за баррель). По итогам сентября т.г. средняя цена на нефть марки Brent составила \$74,88 за баррель, что на 6,2% превысило среднюю цену за предыдущий месяц.

По данным Минфина РФ, средняя цена на нефть марки Urals в январе-сентябре 2021 года сложилась в размере \$65,96 за баррель, что на 61,5% выше средней цены за аналогичный период 2020г. (\$40,84 за баррель). Средняя цена на нефть марки Urals в сентябре 2021 года сложилась в размере \$72,46 за баррель, что в 1,8 раза выше, чем в сентябре 2020 г. (\$40,91 за баррель).

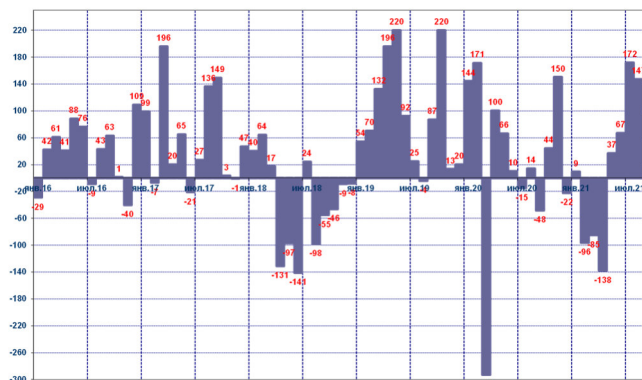
Укрепление рубля, которое продолжилось в начале третьего квартала на фоне повышения ключевой ставки и некоторого снижения геополитических рисков, приостановилось в августе на фоне резкого падения нефтяных котировок, но продолжилось после их восстановления и выхода на новые локальные максимумы. На конец сентября курс доллара был установлен на уровне 72,7608 рублей, что стало на 0,0374 руб. или на 0,05% выше, чем в конце второго квартала. Банк России продолжил и даже увеличил (на 97,4% к объему второго квартала) покупку валюты в рамках бюджетного правила, которая началась 15 января т.г., и на конец третьего квартала общий объем которой составил 1 835,8 млрд руб.

По данным Банка России, доля нерезидентов на рынке ОФЗ по состоянию на 1 сентября 2021 года составляла 21,4%, увеличившись на 1,7 п.п. с начала третьего квартала. Номинальный объем гособлигаций, принадлежащих нерезидентам, на 1 сентября составил 3,304 трлн. рублей при общем объеме рынка ОФЗ 15,446 трлн. рублей. Таким образом, с начал текущего года в номинальном выражении повышение вложений нерезидентов составило 113 млрд руб. (+3,5% с начала года), а рынок в целом вырос на 1 777 млрд руб. (+13,0% к началу года). По данным НРД в сентябре т.г., согласно публикуемым еженедельно Банком России в «Обзоре рисков финансовых рынков» данным, приток инвесторов – нерезидентов снизился до порядка 47 млрд руб. в сентябре т.г.

### Доля и объем вложений инвесторов - нерезидентов на рынке ОФЗ



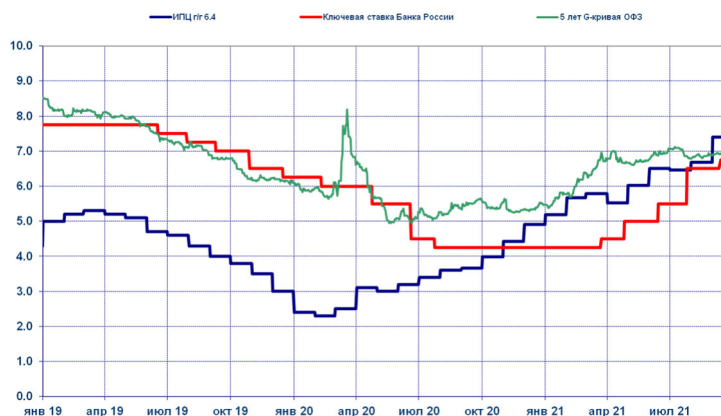
### Динамика объем вложений инвесторов - нерезидентов на рынке ОФЗ



Источник: Банк России, БК «РЕГИОН»

Среди внутренних факторов, оказывающих наиболее существенное негативное давление на рынок ОФЗ, можно назвать возобновление резкого роста в сентябре инфляции, которая по итогам 2020 года составила 4,91%, а по итогам января-сентября т.г. выросла на 5,49% и достигла 7,40% в годовом выражении (такого высокого уровня не наблюдалось с середины 2016г.).

### ИПЦ vs ключевая ставка Банка России



Источник: Росстат, Банк России

На состоявшемся 23 июля 2021 года заседании Совета директоров Банка России принял решение повысить ключевую ставку на 100 б.п., до 6,50% годовых. В последующем заявлении было отмечено, что по оценкам Банка России, в II квартале 2021 года российская экономика достигла допандемического уровня. Вклад в инфляцию со стороны устойчивых факторов возрос в связи с более быстрым расширением спроса по сравнению с возможностями наращивания выпуска. С учетом высоких инфляционных ожиданий это значительно сместило баланс рисков для инфляции в сторону проинфляционных и может привести к более продолжительному отклонению инфляции вверх от цели. Принятое решение по ключевой ставке направлено на ограничение этого риска и возвращение инфляции к 4%. При развитии ситуации в соответствии с базовым прогнозом Банк России будет оценивать **целесообразность дальнейшего повышения ключевой ставки на ближайших заседаниях**. Решения по ключевой ставке будут приниматься с учетом фактической и ожидаемой динамики инфляции относительно цели, развития экономики на прогнозном горизонте, а также оценки рисков со стороны внутренних и внешних условий и реакции на них финансовых рынков. По прогнозу Банка России, годовая инфляция составит 5,7–6,2% в 2021 году. С учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция снизится до 4,0–4,5% в 2022 году и в дальнейшем будет находиться вблизи 4%.

Несмотря на достаточно жесткую риторику заявления регулятора, на последующей пресс-конференции глава Банка России попыталась смягчить официальное заявление, что, судя по динамике цен и доходности на рынке ОФЗ в августе, удалось сделать. После повышения ключевой ставки на 100 б.п. до 6,50% доходность гособлигаций со сроком обращения 5-10 лет снизилась в пределах 4-14 б.п. (в среднем снижение составило 9 б.п.), достигнув в конце июля своих локальных минимумов. Однако ускорение инфляции в конце августа и начале сентября привело к ухудшению конъюнктуры рынка ОФЗ и росту ожиданий дальнейшего повышения ключевой ставки.

На состоявшемся 10 сентября 2021 заседании Совет директоров Банка России принял решение повысить ключевую ставку на 25 б.п., до 6,75% годовых. При этом в своем заявлении повторил свои выводы о ситуации в российской экономике во II квартале т.г., о росте вклада в инфляцию со стороны устойчивых факторов и о сохранении высоких проинфляционных ожиданий. Также было отмечено, что при развитии ситуации в соответствии с базовым прогнозом Банк России **допускает возможность дальнейших повышений ключевой ставки на ближайших заседаниях**. Решения по ключевой ставке будут приниматься с учетом фактической и ожидаемой динамики инфляции относительно цели, развития

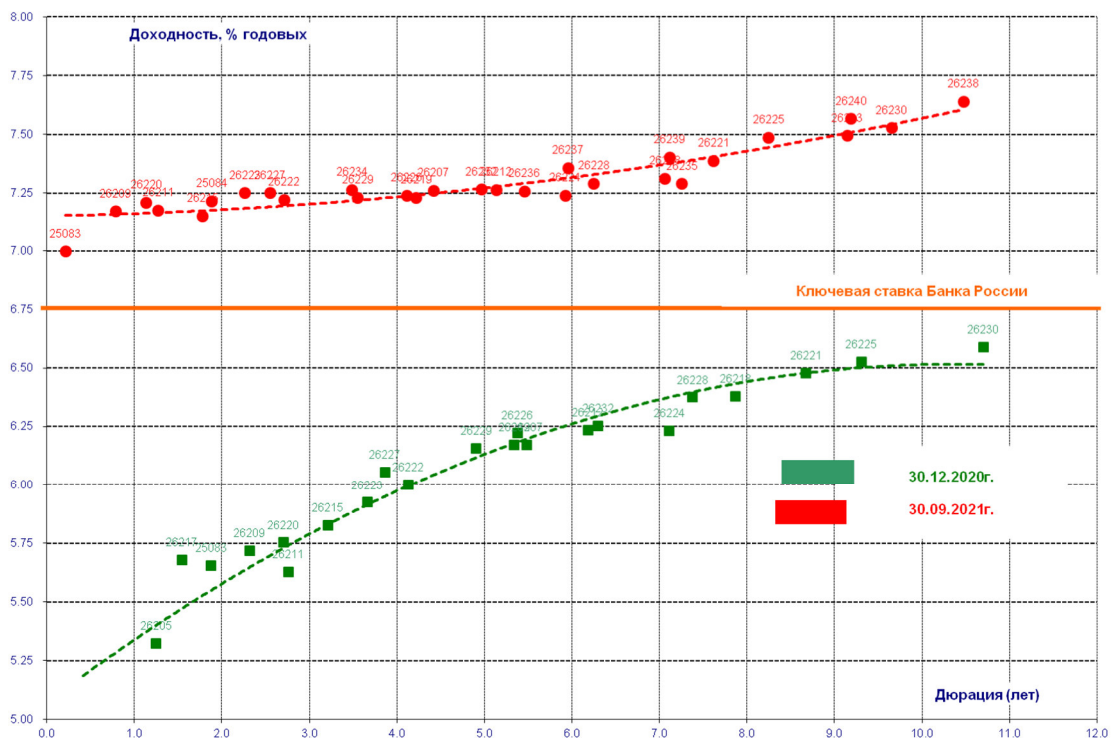


экономики на прогнозном горизонте, а также оценки рисков со стороны внутренних и внешних условий и реакции на них финансовых рынков. По прогнозу Банка России, годовая инфляция начнет замедляться в IV квартале 2021 года. С учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция снизится до 4,0–4,5% в 2022 году и в дальнейшем будет находиться вблизи 4%.

Рынок ОФЗ достаточно спокойно отреагировал на решение Банка России о повышении ключевой ставки на 25 б.п.: в течение последующих двух торговых дней цены гособлигаций изменились преимущественно незначительно и разнонаправленно, что привело к изменению доходности большей части выпусков в пределах от -3 до +3 б.п. Исключением стал короткий конец «кривой» (до двух лет включительно), где снижение достигало 5-9 б.п. на фоне более слабого повышения ключевой ставки, чем ожидания, заложенные рынком. При этом сохранение достаточно жесткой риторики о возможном неоднократном повышении ключевой ставки, правда, при стандартном шаге в 25 б.п. на ближайших заседаниях сохранило неопределенность для динамики ставок гособлигаций, и предопределило давление в дальнейшем на рынок ОФЗ.

Таким образом, если рост инфляции в начале текущего года привел к завершению регулятором цикла смягчения ДКП и к быстрому началу перехода к нейтральным процентным ставкам, которые сейчас составляют в пределах 5-6%, то на фоне ускорения инфляции в конце августа и в сентябре можно отметить появление нового фактора давления – более сильного повышения ключевой ставки Банком России за пределы верхней границы нейтрального диапазона (до 7,25-7,75%) и сохранения ее на этом высоком уровне в течение достаточно длительного времени.

#### «Кривая» доходности ОФЗ



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

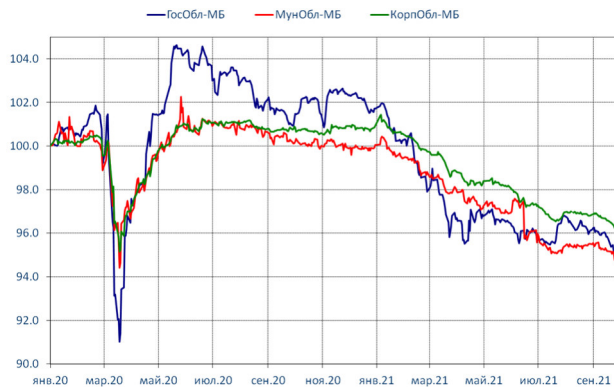
Динамика цен и доходности на рынке субфедеральных и корпоративных облигаций была аналогичной рынку гособлигаций, и даже имела более выраженный характер в силу более короткой (более чем вдвое) дюрации. Так, по итогам третьего квартал 2021г. изменение рассчитываемых Московской биржей индексов средней доходности субфедеральных и корпоративных облигаций составило 66 и 60 б.п. против изменения доходности ОФЗ на 24 б.п. При этом к началу года повышение доходности в соответствующих



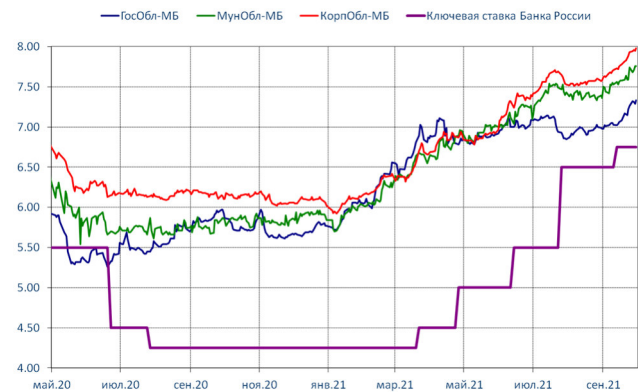


сегментах составило 192 и 196 б.п. против 156 б.п. соответственно. При этом, спреды на вторичном рынке, сужение которых было одной из тенденций первого и второго кварталов, вследствие более быстрого роста доходности ОФЗ на сопоставимом сроке дюрации, в третьем квартале начали расширяться. Тенденция сужения спредов носила временный, но достаточно устойчивый характер, а ее изменение произошло вследствие приостановки повышения доходности ОФЗ и роста активности первичного рынка, условия размещения на котором существенно отличаются от условий обращения на вторичном рынке.

### Индексы средневзвешенной доходности МБ



### Индексы чистой цены облигаций МБ



Источник: Московская биржа, Банк России, расчеты ООО БК «РЕГИОН» (На 31 декабря 2019г. ценовые индексы = 100.)



### Инвестиционная привлекательность

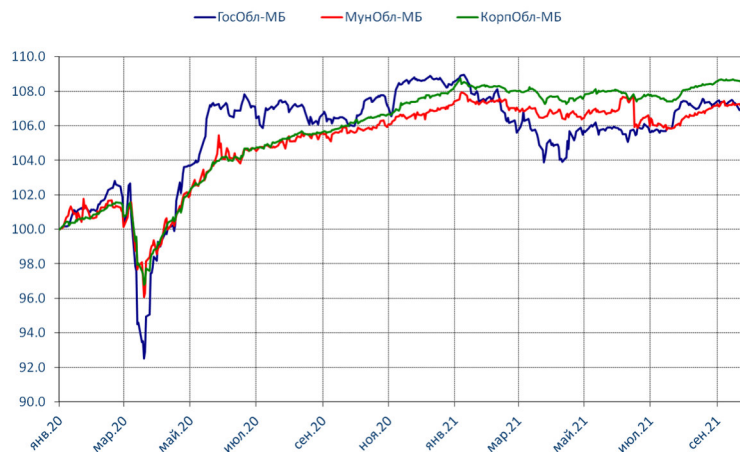
По итогам 3 квартала 2021г. вложения в федеральные и корпоративные облигации **принесли инвесторам небольшой доход, который составил 0,6% и 0,6% соответственно**. При этом менее удачными на рынке капитала оказались вложения в **субфедеральные облигации (+0,5%)**. Однако по итогам девяти месяцев вложения в федеральные и субфедеральные облигации были убыточными, исключением стали корпоративные облигации с небольшим доходом (+0,2%). Максимальный доход за третий квартал, составивший 6,8% (+24,8% по итогам девяти месяцев т.г.), был получен от инвестиций в акции, которые стали единственным активом, существенно опередившими инфляцию. Вложения по итогам третьего квартала т.г. в иностранные валюты были и доходными, и убыточными: так, например, покупка доллара США принесла доход порядка 0,5% (но -1,50% по итогам девяти месяцев), а покупка евро принесла убыток в размере 1,5% (-6,5% по итогам девяти месяцев).

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

Инструмент	Период, годы								
	9 мес. 21	III кв. 21	II кв. 21	I кв. 21	2020	2019	2018	2017	2016
<b>Рынок облигаций</b>									
Все рублевые облигации	-2.5%	0.7%	-0.4%	-2.8%	8.4%	18.8%	1.4%	14.1%	8.7%
Государственные (ОФЗ)	-2.0%	0.6%	0.6%	-3.3%	8.5%	20.0%	2.1%	12.8%	15.0%
Субфедеральные	-0.4%	0.5%	-0.3%	-0.6%	7.4%	13.4%	4.3%	10.3%	12.0%
Корпоративные	0.2%	0.6%	0.1%	-0.5%	8.3%	14.3%	4.4%	12.3%	11.0%
<b>Рынок акций</b>									
Индекс МБ	24.8%	6.8%	8.5%	7.7%	8.0%	28.6%	12.3%	-4.7%	25.7%
<b>Валютный рынок</b>									
долл. США	-1.5%	0.5%	-4.4%	2.5%	19.3%	-10.9%	21.8%	-6.0%	-16.8%
Евро	-6.5%	-1.5%	-3.0%	-2.1%	30.9%	-12.7%	16.5%	6.9%	-19.9%
бивалютная корзина	-4.0%	-0.4%	-3.7%	0.2%	24.9%	-11.8%	19.2%	0.0%	-18.3%
<b>Инфляция (справочно)</b>									
ИПЦ	5.32%	1.08%	2.0%	2.1%	4.9%	3.0%	4.3%	2.5%	5.4%

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

### Индексы совокупного дохода рублевых облигаций МБ в 2018-2019гг.



Источники: приведенные индексы облигаций МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН» (на 01.01.2020г. значения индексов = 100)



## Ключевые факторы, которые могут оказать влияние на рынок рублевых облигаций до конца 2021г. и в 2022г.

### Основные внешние факторы

- ✓ **Пандемия COVID-19.** Здоровье мировой экономической и финансовой систем до конца текущего и в следующем году по-прежнему будет зависеть от ситуации с борьбой с пандемией, включая темпы и охват вакцинации населения мира. Сырьевые, товарные и финансовые рынки продолжают достаточно чутко реагировать на новости (позитивные или негативные) и статистику по заболеванию. На данный момент, пережив уже несколько волн, у мирового сообщества нет полной уверенности в том, что не последуют очередные волны, штаммы и мутации, которые вновь потребуют ограничительных мер, замедлят восстановление глобальной экономики, приведут к снижению спроса на сырьевых рынках. Однако наращивание кампании по массовой вакцинации населения во многих странах мира позволяет рассчитывать на то, что основные шоки уже позади, а борьба с COVID-19 медленно будет приближаться к финальной стадии в следующем году;
- ✓ **Динамика нефтяных цен.** Будущий спрос на нефть в большей степени зависит от скорости восстановления мировой экономики и перехода экономик на пост-ковидный режим, а также от решений ОПЕК+. Придерживаясь оптимистичного взгляда, полагаем, что по завершении пандемии деловая активность быстро вернется на доэпидемический уровень. Тем не менее, на наш взгляд, ценовые уровни порядка \$70-75 за баррель нефти марки Brent являются оптимальными, и мы не ожидаем существенного роста котировок во второй половине 2021 года. В 2022 году вероятно снижение цен на нефть в диапазон \$60-70 за баррель на фоне превышения предложения над спросом.
- ✓ **Геополитические риски.** По геополитическим событиям 2021 год обещал быть не менее насыщенным, чем 2020-й. По-прежнему нет полной ясности относительно политики новой администрации США и ее взаимоотношений с Китаем, Евросоюзом и другими странами мира, которые, правда, в последнее время перестали провоцировать высокую волатильность на финансовых площадках мира, как это было ранее. Кроме этого позитивно можно оценивать смягчение напряженности во взаимоотношениях США и России, но и это не снизило риски введения новых антироссийских санкций, как со стороны США, так и Евросоюза. Очевидно, что основные геополитические риски для России сохранятся и в 2022 году.
- ✓ **Денежно – кредитная политика мировых Центральных Банков.** В конце 2021 и в 2022 году ведущие центральные банки будут активнее убирать избыточное стимулирование: ФРС США уже в нынешнем году может уменьшить объем скупки активов, ЕЦБ завершит пандемическую программу выкупа объемом 60-70 млрд евро в месяц в марте 2022 года. Что касается повышения базовых процентных ставок, то ФРС может дать сигнал к ужесточению денежно-кредитной политики во 2й половине будущего года. Ставки в Европе останутся отрицательными как минимум несколько ближайших лет.

### Основные внутренние факторы

- ✓ **Изменение тренда инфляции.** После ускорения инфляции в конце 2020г. до 4,9% в годовом выражении высокие темпы инфляции (0,58-0,78% в месяц) сохранялись и в первой половине текущего года, после чего несколько снизились с начала второго полугодия (до 0,17-0,31% в месяц). В тоже время в годовом выражении на конец августа т.г. инфляция выросла до 6,68% год к году и по нашим оценкам может ускориться и превысить уровень в 7% в ближайшие два месяца, после чего возможно небольшое ее замедление. По прогнозу Банка России, годовая инфляция начнет замедляться в IV квартале 2021 года и составит 5,7-6,2% годовых. С учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция снизится до 4,0–4,5% в 2022 году и в дальнейшем будет находиться вблизи 4%.



- ✓ **Денежно-кредитная политики Банка России.** Совет директоров Банка России 10 сентября 2021 года принял решение повысить ключевую ставку на 25 б.п., до 6,75% годовых, что стало пятым повышением в текущем году на 250 б.п. в целом. В своем релизе Банк России отметил, что в II квартале 2021 года российская экономика достигла до-пандемического уровня и, по оценкам Банка России, возвращается на траекторию сбалансированного роста. Вклад в инфляцию со стороны устойчивых факторов остается существенным в связи с более быстрым расширением спроса по сравнению с возможностями наращивания выпуска. В этих условиях и с учетом высоких инфляционных ожиданий баланс рисков для инфляции смещен в сторону проинфляционных. Это может привести к более продолжительному отклонению инфляции вверх от цели. Проводимая Банком России денежно-кредитная политика направлена на ограничение этого риска и возвращение инфляции к 4%. При развитии ситуации в соответствии с базовым прогнозом Банк России допускает возможность дальнейших повышений ключевой ставки на ближайших заседаниях. Решения по ключевой ставке будут приниматься с учетом фактической и ожидаемой динамики инфляции относительно цели, развития экономики на прогнозном горизонте, а также оценки рисков со стороны внутренних и внешних условий и реакции на них финансовых рынков. Мы ожидаем: одно или два повышения ключевой ставки Банком России по 25 б.п. до конца 2021 года, сохранения ее на относительно высоком уровне в первом – втором кварталах 2022г., начало ее плавного снижения в конце третьего – начале четвертого кварталах 2022г. По прогнозу Банка России среднее значение ключевой ставки в 2022г. может составить в пределах 6,0-7,0% годовых.
- ✓ **Курс рубля.** В конце 2021 и начале 2022 года Россия сохранит существенный профицит торгового баланса, связанный с ростом цен на сырьевые товары и восстановлением объемов добычи нефти. В связи с этим, в ближайшие несколько кварталов мы не ожидаем существенных колебаний рубля, слабый тренд к укреплению российской валюты сохранится до середины весны, когда возможно достижение отметки 71 рубль за доллар. Во второй половине 2022 года преобладающей тенденцией станет ослабление рубля, что связано с восстановлением международного туризма и ужесточением денежно-кредитной политики ведущих зарубежных центральных банков. Вероятным диапазоном на этот период считаем 74-76 рублей за доллар.
- ✓ **Политика Минфина РФ на первичном рынке ОФЗ.** В 2021г., согласно бюджету, Минфин РФ планировал привлечь ОФЗ на сумму 3,65 трлн руб., но с учетом корректировки планируемый объем размещения был снижен до порядка 2,910трлн руб. План на второй квартал, как и на первый, установленный в объеме 1 трлн руб., также не выполнен, но при этом объем размещений во втором квартале превысил на 10,8% план первого квартала. План на третий квартал установлен в размере 0,7 трлн руб., который на текущий момент исполнен на 108,14%. Несмотря на неисполнения планов первых двух кварталов, скорректированный годовой план на текущий момент исполнен на 83%. На четвертый квартал план заимствования на рынке ОФЗ был снижен до 520 млрд руб. При этом Минфин может превысить план заимствования, а привлеченные средства направить на выкуп части ОФЗ-ПК. Планом заимствования на 2022г. в соответствии с проектом федерального бюджета предусмотрено за счет ОФЗ привлечение порядка 3,176 трлн руб., в т.ч. порядка 1,06 трлн руб. на погашение государственного долга.
- ✓ **Источники ликвидности.** В апреле — начале июля 2021 года структурный профицит ликвидности в среднем по периодам усреднения обязательных резервов сложился на уровне 1,5 трлн руб. против 1,7 трлн руб. за февральский и мартовский периоды усреднения. На начало июля профицит ликвидности составил 1,5 трлн рублей, практически не изменившись по сравнению с уровнем начала апреля. «Основным фактором притока ликвидности в банковский сектор были операции по бюджетному каналу, в частности, увеличение Федеральным казначейством объемов размещения временно свободных бюджетных средств в банках. Сезонный отток средств за счет роста объема наличных денег в обращении частично компенсировал влияние этого фактора. Увеличению потребности банков в ликвидности также содействовал рост величины обязательных резервов, преимущественно в результате увеличения депозитной базы кредитных организаций», — отмечал регулятор. **Прогноз структурного профицита ликвидности на конец 2021** года снижен на 0,1 трлн рублей до 0,8—1,4 трлн рублей. Напомним, в комментарии ЦБ «Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки», опубликованном в середине июля, говорилось о



сохранении прогноза по структурному профициту ликвидности на конец 2021 года на уровне 0,9—1,5 трлн рублей.

- ✓ **Отсутствие притока новых денежных средств в пенсионные накопления НПФ**, а также крайне низкий объем «перехода» из ПФР говорит о слабых возможностях НПФ увеличивать вложения на долгом рынке как в текущем, так и в следующем году. Основным источником для вложений на рынке облигаций для институциональных инвесторов будут средства, полученные ими от погашений и выплат купонов. Объем погашений на текущий момент до конца 2021 года по рынку корпоративных облигаций оценивается нами в размере порядка 354,2 млрд руб., порядка 6,8 млрд руб. на рынке субфедеральных облигаций, а также порядка 394 млрд и 587 млрд руб. от погашения на рынке ОФЗ И КОБР. В 2022 году объем погашений во всех сегментах рублевого облигационного рынка составляет порядка 2,221 трлн руб., а объем выплат купонных доходов – порядка 1,1 трлн руб., что относительно общего объема рынка в обращении (порядка 30,1 трлн руб.) невелико.
- ✓ **Рост активности инвесторов – физических лиц.** В 2020г. на фоне резкого снижения процентных ставок по банковским депозитам наметился рост активности инвесторов – физических лиц, который продолжился и в текущем году. По итогам 2020г. на Московской бирже было открыто 8,8 млн брокерских счетов, а по итогам 9 месяцев 2021г. их количество увеличилось почти на 5,7 млн счетов до 14,533 млн счетов. В 2020г. физические лица вложили в облигации 546 млрд руб., а по итогам 9 месяцев 2021г. их объемы вложений на первичном рынке составили 610,4 млрд руб. При этом ежемесячные вложения в корпоративные облигации составляли в пределах 20-60% от общего объема размещения, а на вторичных торгах их доля составляла 11-18% от общего объема торгов облигациями. С учетом отстающей динамики процентных ставок по депозитам от повышения доходности на облигационном рынке привлекательность последнего может сохраниться и в 2022 году, что станет дополнительным драйвером для дальнейшего роста долгового рынка.



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

Адрес: Москва, Зубовский бульвар, д.11А, этаж 9, помещение I, комната 1  
Многоканальный телефон: (495) 777 29 64

[www.region.broker](http://www.region.broker)  
REUTERS: REGION  
BLOOMBERG: RGNM

### **ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ**

Екатерина Шилиева (доб. 253, [shilyaeva@region.ru](mailto:shilyaeva@region.ru) )  
Татьяна Тетеркина (доб. 112, [Teterkina@region.ru](mailto:Teterkina@region.ru) )  
Максим Швецов (доб. 694, [SHvetsov@region.ru](mailto:SHvetsov@region.ru))

### **МАКРОЭКОНОМИКА, ОТРАСЛЕВАЯ АНАЛИТИКА**

Валерий Вайсберг (доб.192, [vva@region.ru](mailto:vva@region.ru))

### **АНАЛИТИКА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ**

Александр Ермак (доб. 405, [aermak@region.ru](mailto:aermak@region.ru) )  
Юлия Гапон (доб. 294, [gapon@region.ru](mailto:gapon@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.

---