

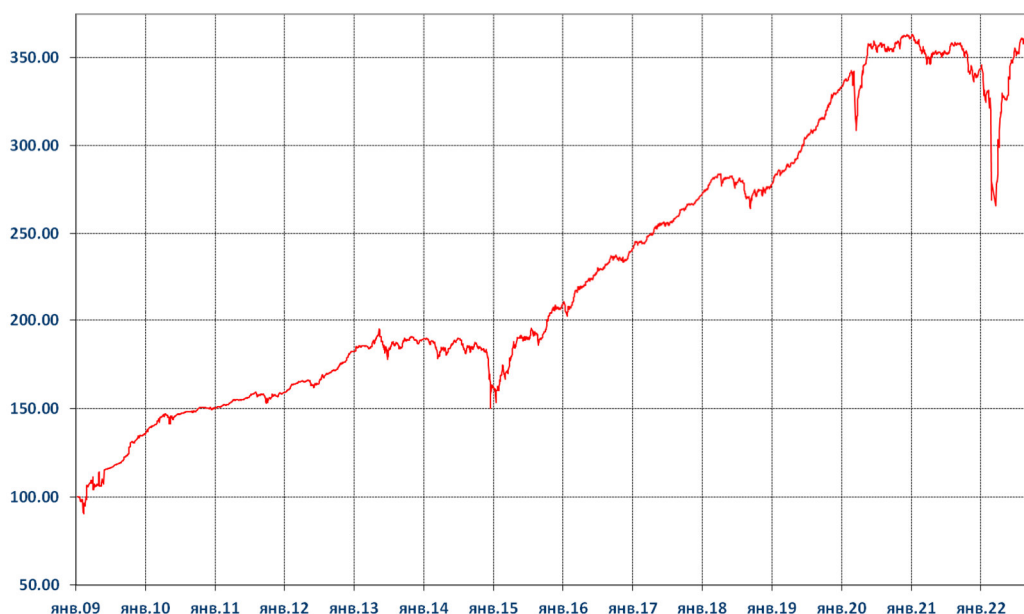


Александр Ермак, aermak@region.ru
Мария Сулима, sulima@region.ru

Рынок облигаций: вновь под давлением неопределенности
ОБЗОР РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЗА 9 МЕСЯЦЕВ 2022Г.

Если в начале 2022г. внешние факторы давления в виде новых беспрецедентных антироссийских санкций со стороны ряда западных стран вышли на первый план, то уже весной, благодаря оперативному принятию масштабного пакета мер государственной поддержки экономики в целом, ее отдельных отраслей, предпринимателей и физических лиц, а также поддержки финансового сектора влияние внешних факторов на рублевый облигационный рынок было в основном нивелировано. Негативными последствиями стали отсутствие первичного рынка ОФЗ и крайне низкая ликвидность на вторичном рынке всех сегментов облигаций. Конъюнктура облигационного рынка постепенно начала улучшаться на фоне уверенного снижения инфляции (после ее резкого скачка в марте), которая летом перешла в дефляцию, и быстрого смягчения денежно-кредитной политики Банком России, который снизил ключевую ставку с 20,0% до 8,0% в середине лета т.г. Несмотря на снижение ключевой ставки в сентябре т.г. до 7,5%, неопределённость относительно дальнейшей денежно-кредитной политики Банка России, рост геополитических рисков и ожидаемое давление на рынок со стороны навеса крупного объема заимствований на рынке ОФЗ в 2023г. – привели к резкому развороту цен рублевых облигаций и выход к концу сентября доходности ОФЗ на локальный максимум (уровень, который не наблюдался с середины апреля т.г.).

Индекс совокупного дохода ОФЗ, %

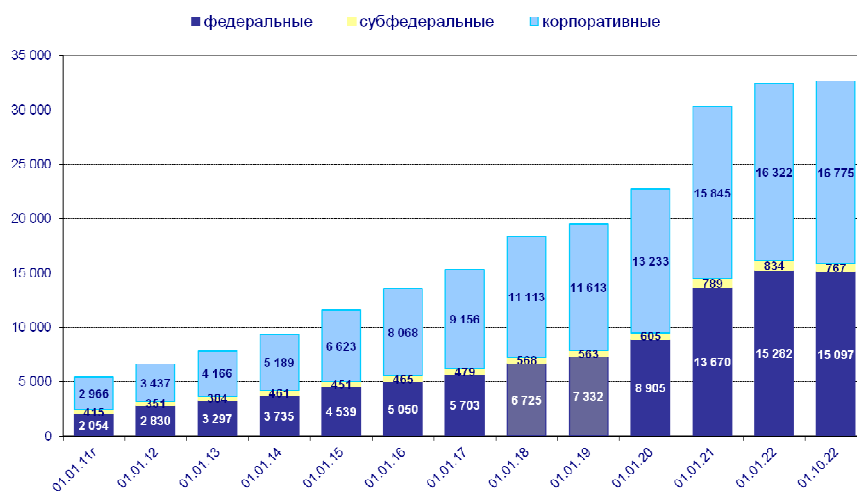


Источники: приведенный индекс ОФЗ МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН» (на 01.01.2009г. значения индексов = 100)

Объем и структура рынка рублевых облигаций

По итогам первых 9 месяцев 2022г. рынок рублевых облигаций (без учета краткосрочных и коммерческих облигаций) по нашим оценкам составил около 32,639 трлн руб., что на 0,6% выше показателя начала текущего года. При этом единственным сегментом, который показал рост (2,8%), был рынок корпоративных облигаций, объем которого составил порядка 16,775 трлн руб. Объем федеральных и субфедеральных облигаций в обращении снизился на 1,2% и 8,0% до 15 097 и 767,2 млрд руб., соответственно.

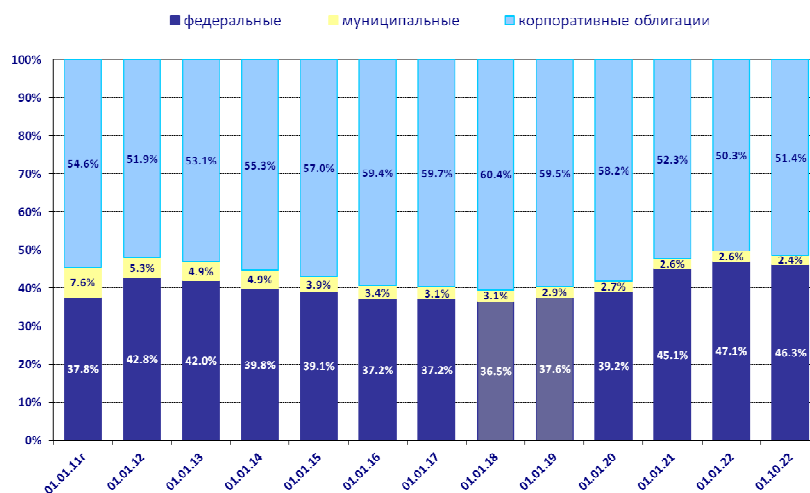
Объем рублевого облигационного рынка в обращении, млрд руб.



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Доля ОФЗ после четырехлетнего роста снизилась в текущем году и составила по итогам первых 9 месяцев 2022г. 46,3% против 47,1% и 45,1% в начале 2022 и 2021 годов. Доля субфедеральных облигаций снизилась до уровня 2,35% против 2,57% и 2,60% на начало 2022 и 2021 годов, сохранив устойчивую тенденцию к снижению в течение последних 12 лет (после того, как на начало 2010г. был зафиксирован максимальный уровень 9,35%). При этом доля корпоративных облигаций выросла до 51,4%, превывсив уровень начала 2022г., когда он составлял 20,3%, но оставшись ниже уровня 2021г. (52,3%)..

Структура рублевого облигационного рынка в обращении, %

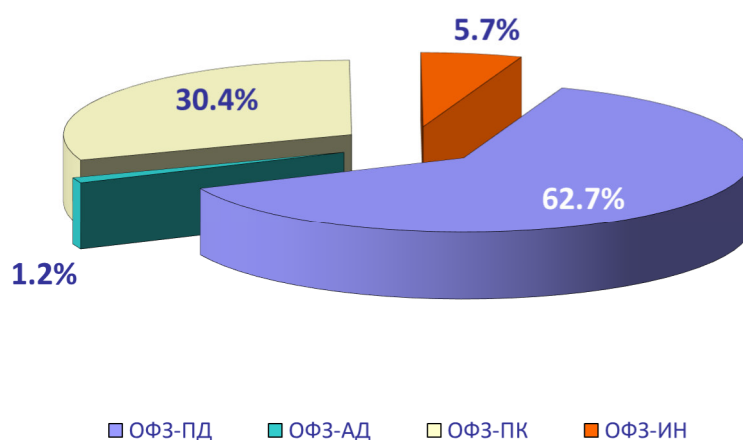


Источник: расчеты БК «РЕГИОН»



На рынке государственных облигаций основную долю около 62,5% занимают облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД), которая по итогам трех кварталов т.г. увеличилась на 0,1%. Продолжается снижение (на 0,3%) доли облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД), которая составила 1,1%. Доля ОФЗ-ПК, аукционы по которым в прошлом году и в течение трех кварталов текущего года не проводились, снизилась с начала года на 0,8 п.п. до 30,5% после снижения на 3,2 п.п. по итогам 2021г. в целом. Около 5,9% (+1,0 п.п. с начала года) рынка занимают облигации федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН), размещение четвертого выпуска, которое началось в сентябре 2021г., продолжилось в первой половине текущего года. При этом основной прирост объема в обращении произошел за счет индексации номинала, которая составила с начала года 14,7%.

Структура рынка федеральных облигаций



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Кроме того, на 1 января 2022г. на счетах физических лиц лежали **ОФЗ-н** шести выпусков на общую сумму 28,169 млрд руб., которая снизилась за год на 11,62 млрд руб. (-29,2%), за счет частичного досрочного погашения по пяти выпускам. 7 февраля т.г. началось размещение выпуска ОФЗ-н 53009, объем которого за несколько дней составил 1,845 млрд руб. (12,9%) из объявленных 15 млрд руб. по номинальной стоимости.

На рынке субфедеральных и муниципальных облигаций, обращающихся на МБ, на конец третьего квартал 2022 года было представлено 112 выпусков долговых ценных бумаг 40 региона – эмитента на общую сумму 752,131 млрд руб. по номинальной стоимости, а также 9 выпусков облигаций 5 органов местной власти на общую сумму 15,075 млрд руб. по номинальной стоимости.

Первое место на рынке по-прежнему занимает Московская область, объем облигаций которой составил 129,3 млрд руб. или 16,8% от общего объема. Второе место сохранила Москва, объем облигаций в обращении которой составил 115,4 млрд руб. или 15,0% от общего объема рынка субфедеральных облигаций. Замыкает «тройку лидеров» Свердловская область (62 млрд руб. или 8,1%). На долю регионов, занимающих с 4 по 10 места, приходится от 7,2% до 2,8% рынка. При этом первая десятка регионов занимает порядка 73,1% рынка субфедеральных облигаций.



Крупнейшие эмитенты на рынке субфедеральных облигаций, % от общего объема

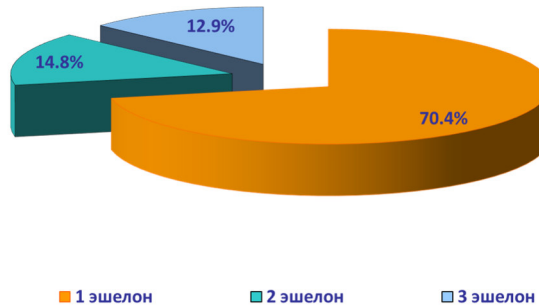
№ п.п.	Эмитент	Объем в обращении, млн руб.	Доля рынка, %	Количество выпусков	Доля, %
1	Московская обл.	129 250.0	16.8%	7	5.8%
2	Москва	115 433.1	15.0%	3	2.5%
3	Свердловская обл.	62 000.0	8.1%	9	7.4%
4	Санкт-Петербург	55 006.1	7.2%	3	2.5%
5	Нижегородская обл.	46 400.0	6.0%	6	5.0%
6	Красноярский край	41 315.5	5.4%	5	4.1%
7	Саратов. обл.	35 000.0	4.6%	2	1.7%
8	Саха (Якутия)	30 750.0	4.0%	7	5.8%
9	Краснодарский край	24 500.0	3.2%	3	2.5%
10	Самарская обл.	21 300.0	2.8%	4	3.3%
11	Ярославская обл.	19 900.0	2.6%	5	4.1%
12	Ульяновская обл.	16 800.0	2.2%	4	3.3%
13	Башкортостан	15 000.0	2.0%	2	1.7%
14	Томская обл.	15 000.0	2.0%	3	2.5%
15	Белгородская обл.	14 670.0	1.9%	6	5.0%
16	Новосибирская обл.	13 000.0	1.7%	4	3.3%
17	Коми	11 238.0	1.5%	2	1.7%
18	Ставрополье	9 400.0	1.2%	2	1.7%
19	Новосибирск	9 150.0	1.2%	4	3.3%
20	ХМАО	7 300.0	1.0%	2	1.7%
21	Челябинская область	7 000.0	0.9%	3	2.5%
22	Оренбург. обл.	7 000.0	0.9%	2	1.7%
23	Волгоградская обл.	6 500.0	0.8%	1	0.8%
24	Тамбовская обл.	6 125.0	0.8%	3	2.5%
25	Удмуртия	5 000.0	0.7%	2	1.7%
26	Омская область	5 000.0	0.7%	1	0.8%
27	Кемеровская обл.	4 500.0	0.6%	1	0.8%
28	Липецкая обл.	4 500.0	0.6%	3	2.5%
29	Хабаровский край	4 073.9	0.5%	1	0.8%
30	Хакасия	3 500.0	0.5%	1	0.8%

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

По нашим оценкам, доля облигаций региональных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) выросла до 70,4% с 61,6% в начале года. В обращении находится 53 выпуска 12 эмитентов на общую сумму 539,9 млрд руб. Доля облигаций второго и третьего эшелонов составила 14,8% и 12,9% против 18,7% и 19,7% в начале года соответственно. В обращении находится 27 и 32 выпуска 10 и 12 эмитентов на общую сумму порядка 113,2 и 99,1 млрд руб. соответственно.



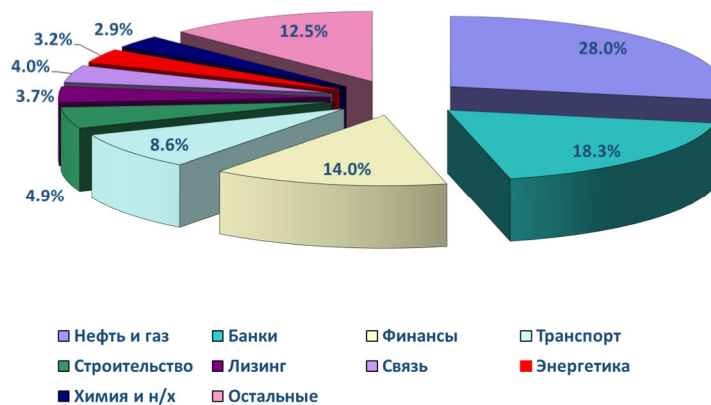
Эшелонированность рынка субфедеральных облигаций, % от общего объема



Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»

На рынке корпоративных облигаций на конец третьего квартала 2022г. в обращении на Московской бирже находилось 1910 (меньше на 89 выпусков по сравнению с началом года) выпусков 357 (-17) эмитентов (без учета краткосрочных облигаций). Максимальную долю на рынке по-прежнему сохраняет нефтегазовый сектор с объемом 4,17 трлн руб. или 28,0% от общего объема корпоративных облигаций в обращении. На втором месте с долей рынка 18,3% находятся банковские облигации общим объемом 2,734 трлн руб. Еще порядка 14,0% и 3,7% (3 и 6 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 36,0% от общего объема корпоративных облигаций в обращении, что стало на 2,4% ниже показателя на начало года. Кроме того, порядка 1,4% рынка занимают облигации МФО Реальная экономика представлена также транспортным сектором (4-е место, 8,6%) и строительством (4,9%), связью (4,0%), энергетикой (3,2%) и химией / нефтехимией (2,9%). На долю остальных отраслей приходится 11,1% рынка, при этом максимальная доля не превышает 2,1%.

Отраслевая структура рынка корпоративных облигаций, % от общего объема

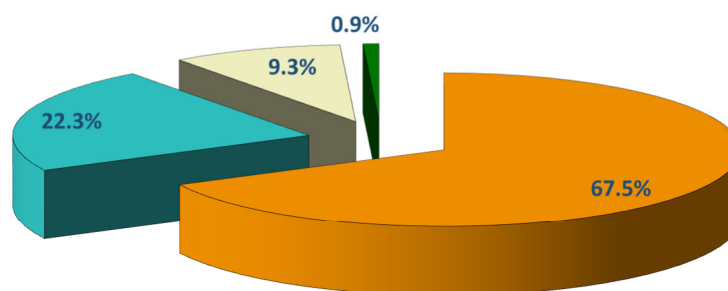


Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН».



Доля облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством), по нашим оценкам, составила 67,5% против 65,9% на начало 2022 года от суммарного объема рынка соответственно. Доля облигаций второго эшелона составляет, по нашим оценкам, 22,3% (22,0% на начало года), третьего эшелона – 9,3% (10,5% на начало года). На конец третьего квартала 2022г. в обращении на рынке находилось 237 выпусков высокодоходных облигаций (ВДО) 129 эмитентов (против 222 и 123 соответственно на начало года) на общую сумму порядка 128,1 млрд руб. по номинальной стоимости, а их доля не изменилась и составила 0,9% против также 0,9% на начало 2022 года.

Эшелонированность рынка корпоративных облигаций, % от общего объема



■ 1 эшелон ■ 2 эшелон ■ 3 эшелон ■ 4 эшелон, "high yield"

Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Крупнейшими эмитентами корпоративных облигаций являются: НК Роснефть (с долей 22,7% против 21,0% в начале года), Дом.РФ и Дом.РФ ИА (8,1% против 7,2%), РЖД (7,6% против 7,5%), Сбербанк (5,6% против 6,3%), ВЭБ.РФ (4,3% против 3,7%). На долю 10 крупнейших корпоративных эмитентов приходится порядка 59,2%, а на долю 30 крупнейших эмитентов- 78,2% против 77,4% на начало года.

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	3 368 557.1	22.7%	43	2.3%
2	ДОМ.РФ / Дом.РФ ИА	1 192 323.9	8.1%	68	3.6%
3	РЖД	1 130 200.0	7.6%	56	2.9%
4	Сбербанк	822 523.8	5.6%	362	19.0%
5	ВЭБ.РФ	632 051.2	4.3%	31	1.6%
6	ВТБ	480 250.5	3.2%	173	9.1%
7	Газпромбанк	322 834.6	2.2%	35	1.8%
8	Газпром / Газпром Капитал	298 314.7	2.0%	16	0.8%
9	ФСК ЕЭС	261 000.0	1.8%	21	1.1%
10	СИБУР Холдинг	260 558.4	1.8%	15	0.8%
11	ГТЛК	235 375.7	1.6%	28	1.5%
12	Россельхозбанк	233 374.3	1.6%	37	1.9%
13	ГСП-Финанс	231 200.0	1.6%	3	0.2%



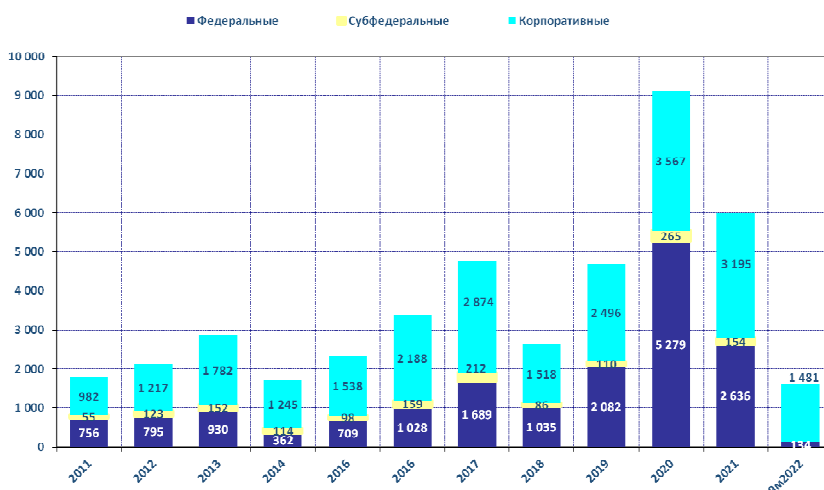
14	АФК Система	219 700.0	1.5%	22	1.2%
15	МТС	199 000.0	1.3%	19	1.0%
16	Ростелеком	175 000.0	1.2%	15	0.8%
17	Газпром нефть	165 000.0	1.1%	10	0.5%
18	АЛЬФА-БАНК	154 900.0	1.0%	20	1.0%
19	Росбанк	131 312.5	0.9%	21	1.1%
20	Концерн РОССИУМ	130 000.0	0.9%	8	0.4%
21	Банк ФК Открытие	120 521.1	0.8%	20	1.0%
22	Почта России	119 938.0	0.8%	18	0.9%
23	Транснефть	117 000.0	0.8%	7	0.4%
24	Башнефть	105 000.0	0.7%	15	0.8%
25	ИКС 5 ФИНАНС	90 000.0	0.6%	11	0.6%
26	Автодор	81 646.0	0.6%	6	0.3%
27	ИНГРАД	75 000.0	0.5%	5	0.3%
28	ГК Самолет	73 680.0	0.5%	11	0.6%
29	РЕСО-Лизинг	72 025.0	0.5%	17	0.9%
30	СУЭК-Финанс	71 000.0	0.5%	3	0.2%

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Основные показатели первичного рынка

Объем первичных размещений рублевых облигаций по итогам первых 9 месяцев 2022г. составил, по нашим оценкам, около 1 615,4 млрд руб., что на 64,8% ниже показателя за аналогичный период предыдущего года. При этом первичный рынок ОФЗ показал снижение в размере 94,4%, рынок корпоративных облигаций – на 28,3%. На рынке субфедеральных облигаций первичных размещений не проводилось.

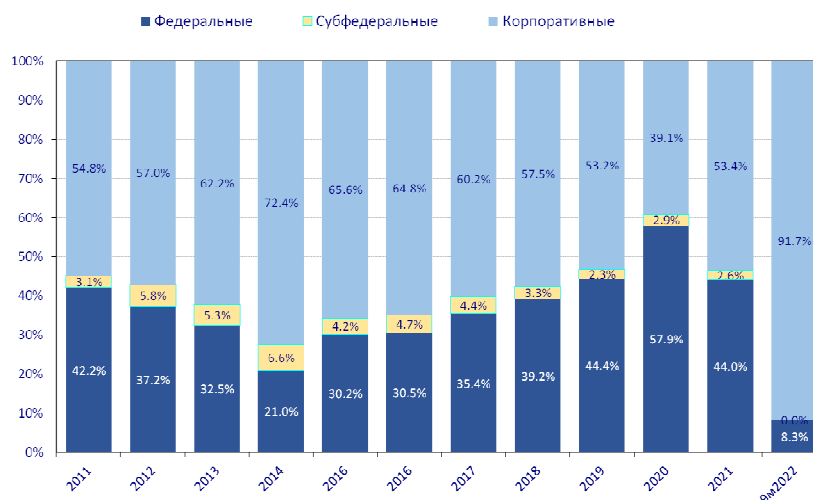
Объем первичного размещения облигаций в 2011–2022гг., млрд руб.



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

На долю ОФЗ пришлось 8,3% от общего объема размещений (52,0% по итогам аналогичного периода прошлого года), на долю корпоративных и субфедеральных облигаций – 71,3% и 0% (45,1% и 2,9% по итогам 9 месяцев 2021 года) соответственно.

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



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



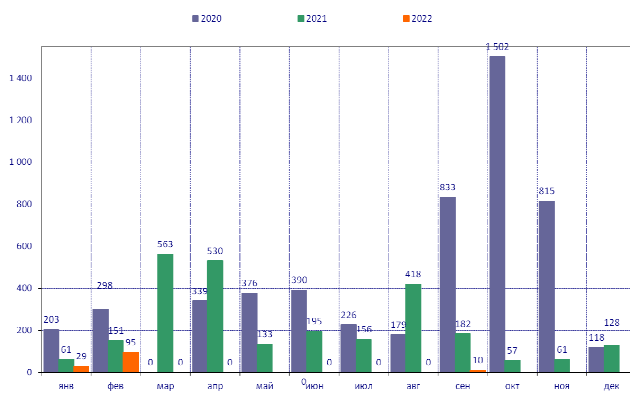
В январе – феврале 2022г. состоялось три аукционных дня, когда было размещено четыре выпуска на общую сумму порядка 124 млрд руб. Эмитент по два раза в каждом месяце отказывался от проведения аукционов на фоне неблагоприятной конъюнктуры в условиях повышенной волатильности, а после повышения Банком России ключевой ставки до 20% отказался от выхода на рынок заимствований до конца текущего года.

Однако в результате улучшения конъюнктуры вторичного рынка Минфин РФ решил вернуться в сентябре на первичный рынок, объявив в начале сентября о планах размещения ОФЗ в объеме 40 млрд руб. до конца III квартала 2022г. Первый после семимесячной «паузы» аукцион по размещению 10-ти летних ОФЗ, состоявшийся 14 сентября, привлек интерес со стороны широкого круга инвесторов, о чем свидетельствовал высокий спрос, который составил около 24,85 млрд руб., превысив почти в 2,5 раза объем предложения. Однако среди участников аукциона крупных инвесторов, очевидно, не было. В ходе аукциона было удовлетворено 80 заявок, из которых на 12 крупных заявок пришлось 63,6% размещенного объема. При этом максимальный объем заявки составил всего порядка 878 млн руб. (8,8% от объема предложения), еще 11 заявок были поданы в объеме порядка 500 млн руб. Для полного размещения предложенных облигаций Минфину пришлось предоставить инвесторам «премию», которая по средневзвешенной аукционной доходности составила 5 б.п. к средневзвешенной ставке на вторичном рынке накануне, что соответствует среднему уровню «премий», которые в начале года составляли в пределах 2-8 б.п. **Вместе с тем, относительно высокая «премия» по доходности отсечения, которая составила 9 б.п., свидетельствует о достаточно агрессивном характере заявок со стороны большей части инвесторов.**

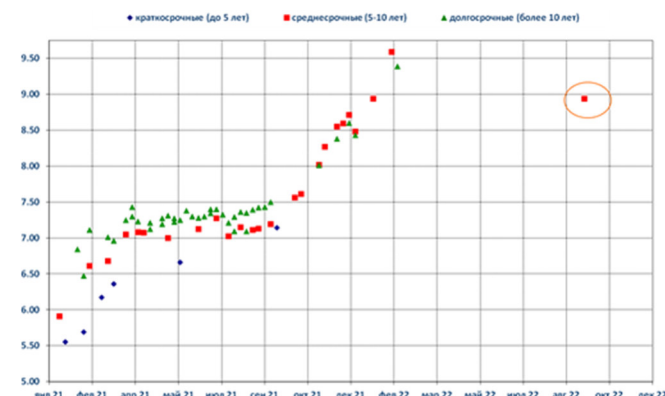
На аукционах 21 сентября инвесторам были предложены два выпуска ОФЗ-ПД: серии 2637 с погашением в 2029г. и серии 26240 с погашением в 2036г. в объеме 20 и 10 млрд руб. по номинальной стоимости соответственно. Однако, оба аукциона **были признаны Минфином РФ несостоявшимися в связи с отсутствием заявок по приемлемым уровням цен. В связи с возросшей волатильностью на финансовых рынках Минфина РФ решил не проводить 28 сентября 2022 года аукционы по размещению ОФЗ в целях содействия стабилизации рыночной ситуации.**

Таким образом, в сентябре т.г. суммарный объем размещения Минфином РФ гособлигации остался на уровне - порядка 10 млрд руб., а выполнение плана привлечения на рынке ОФЗ в III квартале 2022г., который был установлен на уровне 40 млрд руб., на уровне 25%.

Размещение ОФЗ помесячно, млн руб.



Доходность при размещении ОФЗ, % годовых

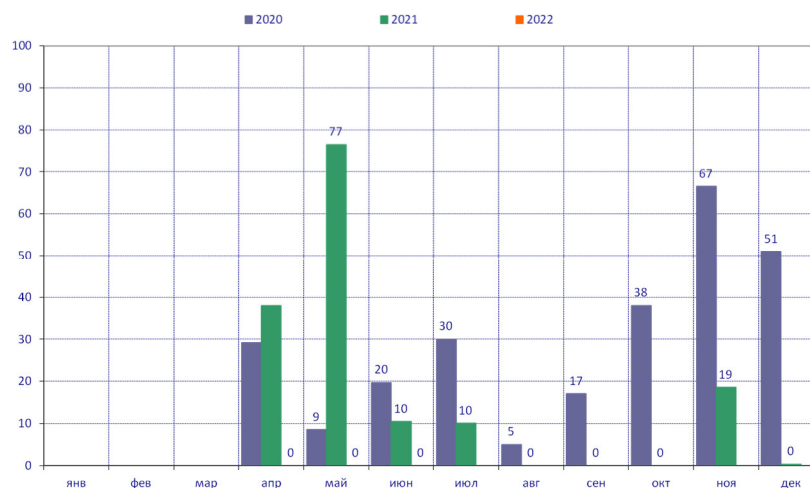


Источник: Минфин РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

В течение первых 9 месяцев 2022г. размещения субфедеральных облигаций не проводились, а возможность субъектов РФ рефинансировать рыночные займы и кредиты за счет льготных

государственных кредитов существенно снижает вероятность какой-либо активности на этом рынке до конца текущего года.

Ежемесячные объемы размещения субфедеральных облигаций, млн руб.



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Объем и структура внутреннего государственного долга субъектов РФ

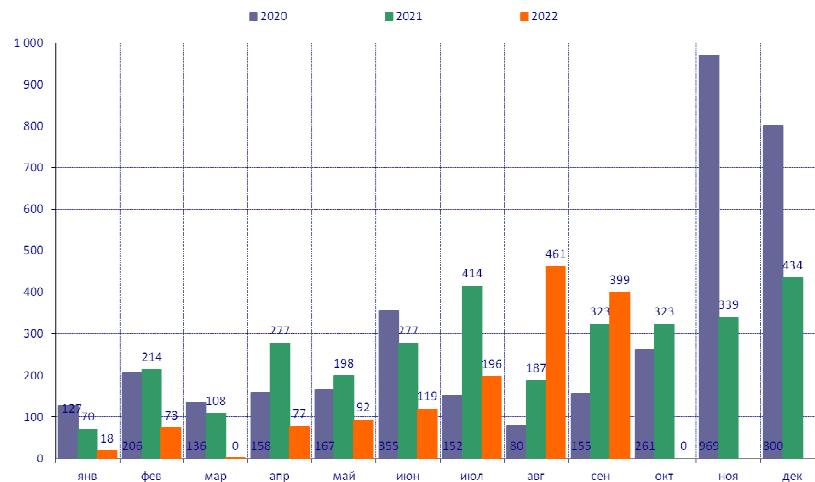
Виды ДО	Объем, млрд руб. по состоянию на:		Изменение	
	01.01.2022	01.09.2022	млрд руб.	%
государственные ценные бумаги	799.85	746.63	-53.23	-6.7%
кредиты от КО	257.56	47.33	-210.23	-81.6%
бюджетные кредиты	1 371.47	1 824.32	461.15	33.8%
госгарантии	39.28	23.21	-5.18	-18.2%
иные ДО	6.34	0.08	0.00	0.0%
Всего	2 474.50	2 660.62	211.56	8.6%

Источник: Минфин РФ, расчет ООО «БК РЕГИОН»

На **первичном рынке корпоративных облигаций** (без учета краткосрочных выпусков ВТБ и ВЭБ.РФЭ) за первые 9 месяцев 2022г. объем размещения на Московской бирже и на внебиржевом рынке составил порядка 1 481,46 млрд руб., которые пришлись на 360 выпуска 210 эмитентов. При этом на долю биржевых размещений пришлось более 79,3% от общего объема размещений, при этом 75 эмитентами было размещено 166 выпусков. На внебиржевом рынке преобладали размещения структурных облигаций, лидерами среди эмитентов которых были Сбер КИБ и ВТБ, а также облигаций госкорпораций, размещавшихся за счет средств ФНБ.



Объем размещения корпоративных облигаций, млрд руб.



Источники: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

В качестве основных тенденций на первичном рынке корпоративного долга в течение первых 9 месяцев 2022г. можно выделить:

- пик активности пришелся на август – сентябрь т.г. (что не характерно для этих месяцев), что произошло на фоне резкого снижения ключевой ставки и ожиданий ее дальнейшего снижения
- высокую активность эмитентов банковского сектора по размещению инвестиционных и структурных облигаций в начале года и после возобновления торгов на фоне высокой волатильности и неопределённости;
- резкое расширение спрэдов при первичных размещениях после их возобновления в начале мая и их резкое сужение, которое наблюдалось в июне - сентябре;
- рост активности компаний реального сектора, доля которых в общем объеме размещения составила порядка 67%;
- высокая активность компаний первого эшелона (с доле более 54%);
- размещение облигаций в китайских юанях – новая тенденция на рынке;
- размещенное «замещающих» облигаций по российскому праву, совпадающие по условиям обращения с еврооблигациями, - еще один тренд первичного рынка в ближайшее время;
- сохранение тенденции к ограничению дюрации размещаемых выпусков преимущественно 2-3,5 годами.

С августа по середину сентября т.г. на российском рынке корпоративных облигаций четыре российских эмитента привлекли публичный долг номинированный в юанях – ОК РУСАЛ (2 выпуска), ПАО ПОЛЮС, ХК Металлоинвест (2 выпуска) и НК РОСНЕФТЬ. Совокупный объем размещения составил 25,6 млрд юаней. На фоне высокого спроса на новые валютные долговые инструменты на рыке увеличили первоначально заявленный объем размещения ОК РУСАЛ (с 2 до 4 млрд юаней), ПОЛЮС (с 3,5 до 4,6 млрд юаней) и НК РОСНЕФТЬ - с 10 до 15 млрд юаней). При этом значительный спрос также способствовал весоному сужению спрэдов при размещениях (в среднем на 45 б.п. от первоначальных ориентиров). Выпуски были размещены на сроки от 3-х до 5-ти лет со средним спрэдом 121 б.п. (размещения с конца августа по середину сентября). Принимая во внимание, что объем торгов юаней на Московской Бирже набирает обороты и уже превышает дневной оборот долларами США, размещения эмитентов в китайской валюте будут проходить активнее по мере нормализации и стабилизации ситуации на долговом рынке в целом

Самыми крупными заемщиками на Московской бирже стали: ДОМ.РФ / ДОМ.РФ ИА (8 выпусков на общую сумму 246,86 млрд руб. или 21,0% от общего объема размещения), НК Роснефть, разместившая крупнейший выпуск в юанях объемом 15 млрд, что было эквивалентно 128,321 млрд руб., 10,9%). На долю двадцати крупнейших эмитентов по итогам года приходится 89,1% от общего объема размещения.



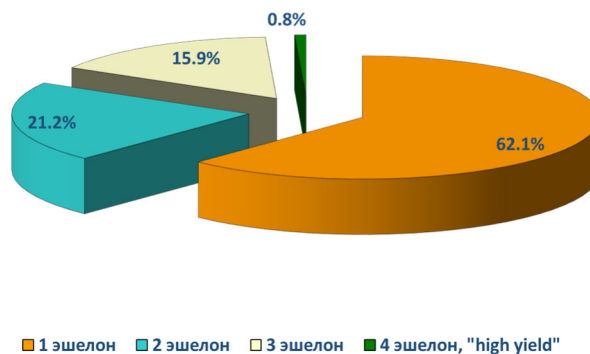
Таблица. Крупнейшие корпоративные заемщики на рынке облигаций в первой половине 2022г.

№ п.п.	Эмитент	Объем в размещения, млн руб.	Доля рынка, %	Количество выпусков	Доля, %
1	ДОМ.РФ / ДОМ.РФ ИА	246 858.2	21.0%	8	4.8%
2	НК Роснефть	128 320.8	10.9%	1	0.6%
3	ЕАБР	102 022.1	8.7%	4	2.4%
4	ВЭБ.РФ	60 000.0	5.1%	2	1.2%
5	ННК	52 427.4	4.5%	1	0.6%
6	МТС	50 000.0	4.3%	4	2.4%
7	Почта России	50 000.0	4.3%	4	2.4%
8	Полюс	40 119.7	3.4%	1	0.6%
9	Автодор	35 864.0	3.1%	2	1.2%
10	РУСАЛ ОК	35 807.2	3.0%	2	1.2%
11	ГК Самолет	35 000.0	3.0%	2	1.2%
12	Ростелеком	35 000.0	3.0%	3	1.8%
13	Сегежа	32 200.0	2.7%	4	2.4%
14	РЖД	25 000.0	2.1%	2	1.2%
15	ФСК ЕЭС	25 000.0	2.1%	2	1.2%
16	ВТБ	22 733.3	1.9%	18	10.8%
17	РусГидро	20 000.0	1.7%	1	0.6%
18	Газпром Капитал	18 314.7	1.6%	1	0.6%
19	МЕТАЛЛОИНВЕСТ	17 084.6	1.5%	2	1.2%
20	СИБУР Холдинг	15 000.0	1.3%	1	0.6%

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

По нашим оценкам, доля размещенных в течение 9 месяцев 2022г. 81 выпуск облигаций эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) составляла 54,4% от общего объема (60,0% по итогам 2021г. в целом). Доля облигаций второго и третьего эшелонов (24 и 28 выпусков соответственно) составила 32,3% и 12,8% соответственно. Порядка 0,5% приходилось на 33 выпуска эмитентов ВДО.

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



Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»



Обороты вторичного рынка

По итогам первых 9 месяцев 2022г. объем биржевых сделок с рублевыми облигациями составил 3 639,9 млрд руб., что на 42,1% ниже показателя за аналогичный период предыдущего года. При этом в сегменте федеральных и корпоративных облигаций наблюдалось снижение объема сделок на 41,30% до 2 691,0 млрд руб. и на 42,3% до 992,4 млрд руб. соответственно. Максимальное снижение объема сделок было зафиксировано на 72,6% в субфедеральном сегменте, где первичных размещений практически не было в течение последних пятнадцати месяцев. Правда, и объем сделок с ними крайне мал – около 28,5 млрд руб. или всего 0,8% от общего объема. На долю гособлигаций пришлось около 73,9% от суммарного объема, на долю корпоративных облигаций – 25,3%, что говорит о минимальных изменениях по сравнению с предыдущим годом, когда их доли составляли 73,9% и 24,7% соответственно. Можно отметить, что **приостановился рост доли ОФЗ** в суммарном объеме биржевых торгов, который наблюдался с 2016г.

Рисунок. Объем биржевых сделок с облигациями, млрд руб.

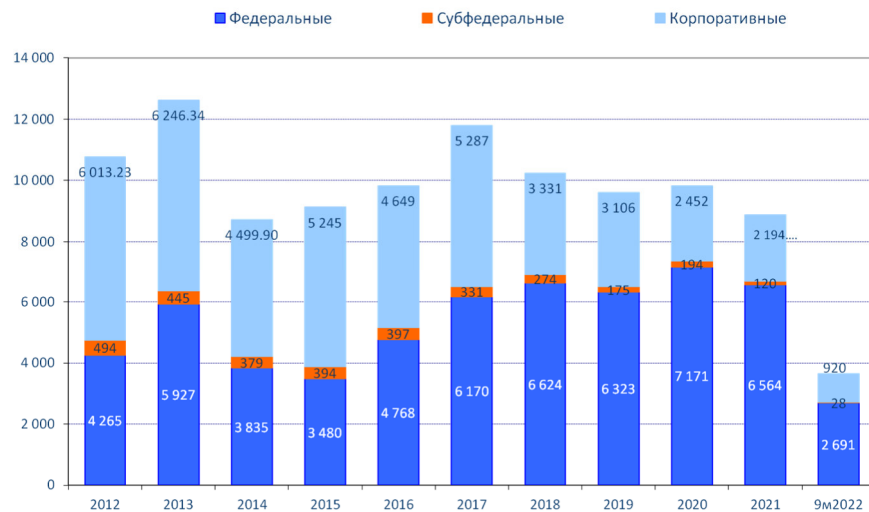
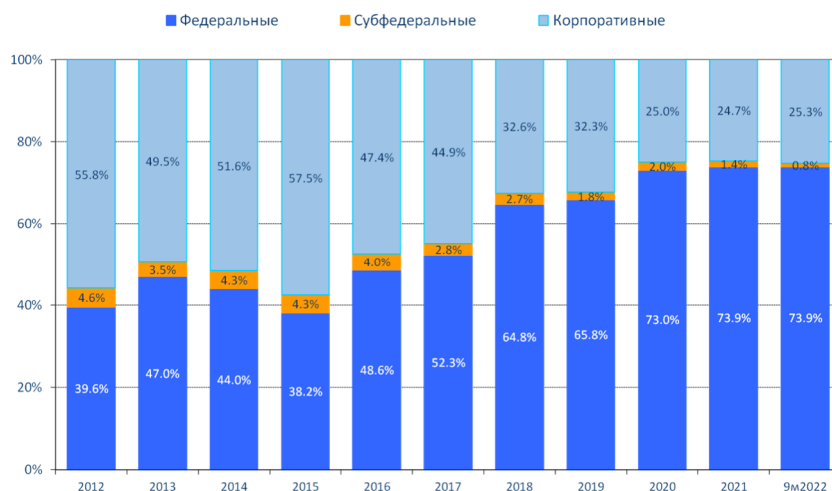


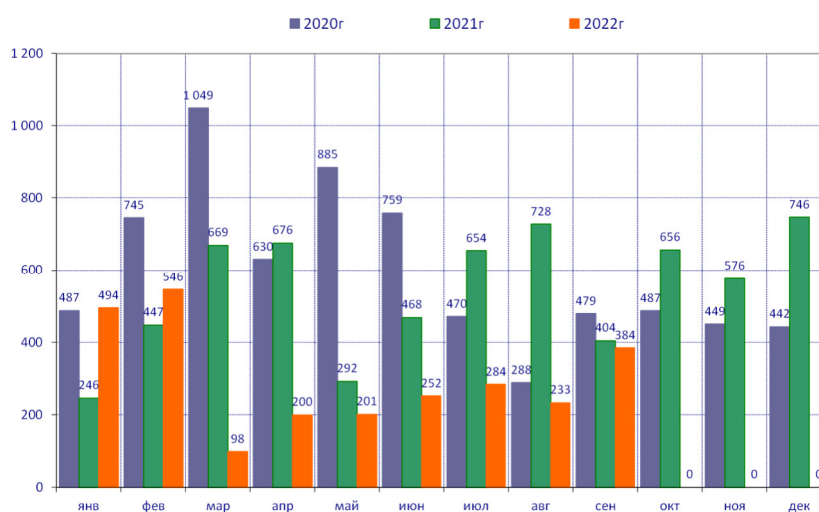
Рисунок. Структура биржевых сделок с облигациями, в % от суммарного объема



Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

На рынке **ОФЗ** в течение первых двух месяцев активность была выше уровня предыдущего года, но после возобновления торгов на фоне ограничений на операции инвесторов-нерезидентов и заморозки цен на уровне 18 февраля для переоценки портфелей институциональных инвесторов она существенно снизилась как по сравнению с началом текущего года, так и с уровнем аналогичного периода предыдущих двух лет. Среднедневные обороты снизились с 26,7 млрд руб. в январе – феврале т.г. до 10,9 млрд руб. – в марте – августе (24,8 млрд руб. среднедневной объем сделок в 2021г.). Незначительный рост до 17,4 млрд руб. был отмечен в сентябре т.г.

Объем торгов с ОФЗ, млрд руб.

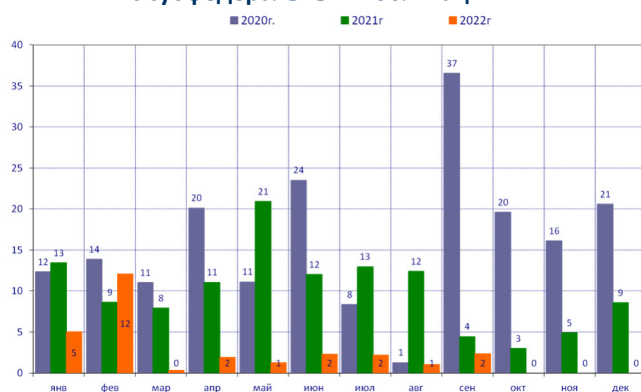


Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

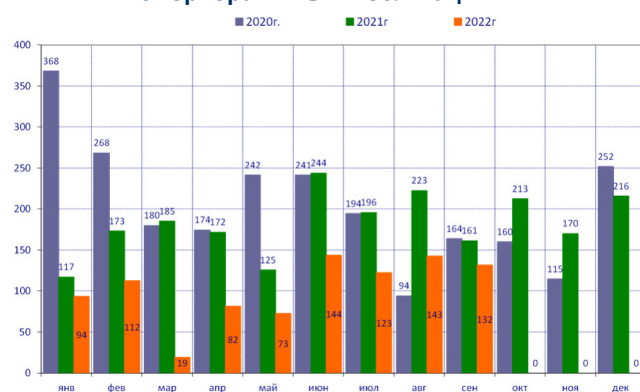
На вторичном рынке **субфедеральных облигаций** в первые 9 месяцев 2022г. были зафиксированы минимальные объемы сделок, которые снизились до 84 млн руб. в среднем за день в марте – сентябре против 400 млн руб. в январе – феврале т.г. (и против 0,45 млрд руб. в 2021г.). На рынке корпоративных облигаций объем сделок в среднем за день снизился до 5,35 млрд руб. в январе – сентябре т.г. против 8,3 млрд руб. в 2021г.

Объем биржевых торгов, млрд руб.

с субфедеральными облигациями



с корпоративными облигациями



Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



Рейтинговые действия

Ниже представлены рейтинговые действия российских агентств, которые используются в нормативных документах Банка России и Минфина РФ: «АКРА» (АО) и АО «Эксперт РА». Кроме того, с июля 2022 г. в отчет были включены рейтинговые действия еще двух российских агентств: ООО «НКР» и ООО «НРА». Анализ охватывает рейтинговые действия, проведенные в отношении нефинансовых и финансовых организаций, а также региональных и муниципальных заемщиков.

- ✓ Всего действует 556 рейтингов категорий от «AAA» до «B-». На рынке преобладают эмитенты с рейтингами более качественного уровня: присвоено 305 рейтингов на уровне / «AAA» – «A-»/ по сравнению с 251 кредитным рейтингом на уровне / «BBB+» – «B-»/.
- ✓ Тем не менее, с начала года было присвоено больше рейтингов более низкой категории / «BBB+» – «B-»/ - 39 против 26 /«AAA» – «A-»/.
- ✓ На конец сентября 2022 г. по 517 присвоенным рейтингам установлены стабильный и позитивный прогнозы.

Уровень рейтинга	Итого		Уровень рейтинга	Итого		Прогноз	Количество рейтингов с прогнозом
	количество рейтингов на 30/09/22	Присвоено новых с 01/01/2022		количество рейтингов на 30/09/22	Присвоено новых с 01/01/2022		
AAA	76	4	BBB+	37	4	По эмитентам с рейтингами от (B-) до (AAA)	
AA+	23	3	BBB	35	2		
AA	43	1	BBB-	24	1		
AA-	19	5	BB+	36	8		
A+	53	6	BB	34	6		
A	39	2	BB-	23	5		
A-	52	5	B+	29	8		
			B	17	3		
			B-	16	2		
						Позитивный	52
						Негативный	15
						На пересмотре	24
ИТОГО	305	26	ИТОГО	251	39	ИТОГО	556

- ✓ В сентябре 2022г. было **присвоено** 5 кредитных рейтингов, из них 2 **эмитентам долговых обязательств**, с начала года – всего 65 рейтингов (категорий от «AAA» до «B-»). За сентябрь 2022 г. 4 кредитных рейтинга было **отозвано**, из них у **1 эмитента долговых бумаг**. С начала года российские РА отзывали 59 кредитных рейтингов и ставили на пересмотр 31 рейтинг.
- ✓ За месяц было **повышено** 6 кредитных рейтингов, из них – 3 **эмитентам долговых бумаг**, **понижено** – 5 рейтингов, из них 2 - **эмитенту**. С начала года всего повышено 39 рейтинга, понижено – 30 рейтингов.

Рейтинговое действие	1 кв. 2022	2 кв. 2022	3 кв. 2022	ИТОГО
Присвоен	24	20	21	65
Подтвержден	90	130	131	351
Подтвержден с улучшением прогноза	7	11	18	36
Подтвержден с ухудшением прогноза	8	11	8	27
Повышен	11	3	10	24
Повышен с улучшением прогноза	1	1	2	4
Повышен с ухудшением прогноза	4	2	5	11
Понижен	1	11	7	19
Понижен с улучшением прогноза	0	6	3	9
Понижен с ухудшением прогноза	0	2	0	2
Рейтинг на пересмотре	2	5	1	8
ИТОГО	148	202	206	556
Отозван	10	26	23	59

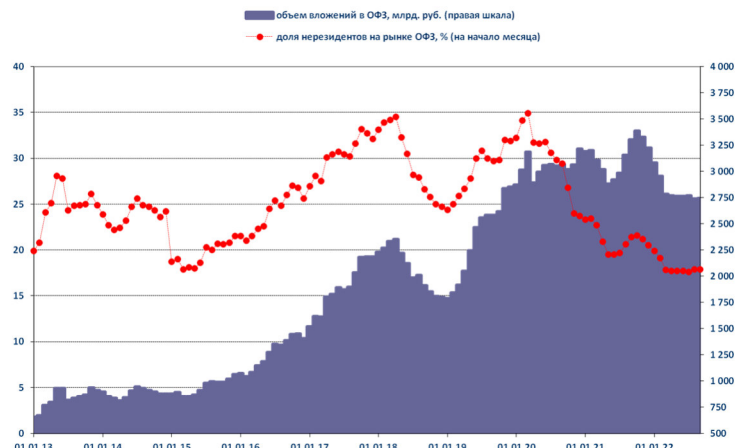


- ✓ На 30/09/22 наибольшее количество рейтингов присвоено **кредитным организациям**, при этом преобладают рейтинги, относящиеся к более низким рейтинговым категориям «В-» - «ВВВ+» - 113 банков, «А-» - «ААА» - 81 банк.
- ✓ По государственным заемщикам ситуация обратная. **Государственным и муниципальным заемщикам** присвоено на конец сентября 114 рейтингов, из которых количество рейтингов более высоких категорий в два раза превышает количество присвоенных рейтингов «В-» - «ВВВ+» .
- ✓ В **нефтегазовом сегменте** 10 из присвоенного 21 рейтинга относится к наивысшей категории «ААА».
- ✓ В целом в **корпоративном нефинансовом** сегменте количество рейтингов категорий «А-» - «ААА» в полтора раза превышает количество рейтингов «В-» - «ВВВ+» – 148 против 100, соответственно.

Сектор эмитента	AAA	AA+ / AA / AA-	A+ / A / A-	BBB+ / BBB / BBB-	BB+ / BB / BB-	B+ / B / B-	ИТОГО
Автомобили и запчасти			1				1
Банки	24	19	38	27	43	43	194
Горнодобыча	1	5	2		1		9
Государственные	18	30	28	34	4		114
Машиностроение		1	4	3	5	1	14
Медицина, здоровье			1		3		4
Металлургический	2	1	8				11
Недвижимость			1	4	5	1	11
Нефтегазовый	10	4	2	1	1	3	21
Пищевая промышленность и с/х			8	2	3	5	18
Путешествия, досуг					1	1	2
Ритейл	1	4	7	2	3	2	19
Строительство		2	13	6	6	1	28
Телекоммуникации	2	3	2	1	1		9
Технологии			2	5	2		9
Транспорт	2	2	7	1		1	13
Фармацевтика		2	1	2			5
Фин. сервис - Лизинг	1	4	6	2	10	2	25
Финанс. сервисы	10	1	10	1	2	2	26
Химпром, минудобрения		2	1	1	3		7
Электроэнергетика	5	5	2	4			16
Общий итог	76	85	144	96	93	62	556

Операции нерезидентов на рынке ОФЗ, по-прежнему, приостановлены, поэтому изменения показателей в последние месяцы т.г. остаются на минимальном уровне. По данным Банка России, доля нерезидентов на рынке ОФЗ по состоянию на 1 сентября 2022 года составляла 17,9%, снизившись на 2,0 п.п. с начала года. Номинальный объем гособлигаций, принадлежащих нерезидентам, на 1 сентября составил 2,742 трлн руб. при общем объеме рынка ОФЗ 15,303 трлн руб. Таким образом, с начал текущего года в номинальном выражении снижение вложений нерезидентов составило 300 млрд руб. (-11,0% с начала года), а рынок в целом вырос на 191 млрд руб. (-1,2% к началу года).

Доля и объем вложений инвесторов - нерезидентов на рынке ОФЗ



Источник: Банк России, БК «РЕГИОН»



Текущая конъюнктура рынка рублевых облигаций

Конъюнктура рынка рублевых облигаций в первой половине 2022г. была обусловлена влиянием как внешних, так и внутренних факторов, основные из которых, по нашему мнению, представлены ниже.

В начале года на облигационном рынке наблюдалась высокая волатильность на фоне негативного давления со стороны, в первую очередь, роста геополитических рисков, ослабления национальной валюты, дальнейшего повышения инфляции, которая по итогам первых двух месяцев составила 2,17% с начала года и 9,15% в годовом выражении (против 8,39% по итогам предыдущего года). Это привело к продолжению оттока средств нерезидентов с рынка ОФЗ (составившее 300 млрд руб. за первые два месяца), на котором по итогам января - февраля цены снизились в среднем на 19,0% (до -26,0% - -35,0% на дальнем конце кривой доходности), а доходность выросла в среднем на 518 б.п. (с максимальным ростом 600-650 б.п. по коротким выпускам).

Динамика доходности 10-и летних ОФЗ



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

На фоне беспрецедентно жестких санкций, введенных западными странами в конце февраля, решения Банка России о повышении ключевой ставки с 9,50% до 20,0% торги на фондовом рынке были приостановлены. Усиление санкционного давления потребовало принятия большого набора мер государственной поддержки: экономики в целом, отдельных отраслей экономики, предпринимателей и физических лиц, а также изменений в порядке госзакупок, обслуживания внешнего долга, проверок бизнеса, изменения в валютном законодательстве и т.п. Банк России принял ряд послаблений для банковской системы, для участников финансового рынка, в т.ч., например, возможность переоценки своих портфелей по ценам на 18 февраля 2022г., запрет на продажу активов для отдельных институциональных инвесторов. Кроме того, были приостановлены операции инвесторов – нерезидентов на рынке ОФЗ. Предпринятые меры позволили возобновить торги на вторичном рынке ОФЗ 21 марта, а на рынке субфедеральных и корпоративных облигаций чуть позже 28 марта на фоне позитивной динамики цен ОФЗ.

На первой основной сессии, которая продлилась с 13 до 17 часов, цены гособлигаций начали повышаться относительно утреннего дискретного аукциона. Если по итогам утреннего аукциона снижение цен ОФЗ-ПД в среднем по рынку к закрытию торгов 25 февраля составляло -12,70%, а по отдельным выпускам в пределах от 1,83% до 31,8%, то по итогам дневной сессии их снижение сократилось до -6,80% в среднем и до 0,93-15,82% по отдельным выпускам. Повышение доходности ОФЗ-ПД в среднем по рынку составило



223 б.п. против 420 б.п. по итогам аукциона. По отдельным выпускам доходность выросла в пределах 94-444 против 93-797 б.п. утром.

После достижения локальных максимальных уровней в первый после вынужденной «паузы» день торгов в течение последующих трех месяцев доходность снижалась, демонстрируя под влиянием ряда факторов в разные периоды различную скорость этого движения.

Среди внутренних факторов, оказывающих наиболее существенное позитивное влияние на рынок ОФЗ, можно назвать укрепление рубля и резкое снижение инфляции, после достижения в марте максимальных значений в размере 7,61% в месяц. В апреле инфляция снизилась до 1,56%, в мае – до 0,12%, а по итогам июня, июля и августа была зафиксирована дефляция на уровне -0,35%, -0,39% и -0,52%. И только в сентябре вновь была зафиксирована инфляция на уровне 0,05%. В годовом выражении инфляция достигла пика в апреле на уровне 17,83%, а затем начала снижаться до 13,68% в сентябре.

Снижение инфляции и инфляционных ожиданий позволили Банку России снизить свои прогнозы по инфляции на текущий и следующий годы до 11,0-13,0% и 5,0-7,0% годовых соответственно, и начать смягчение денежно-кредитной политики. На внеочередном заседании 11 апреля регулятор снизил ключевую ставку с 20,0% до 17,0%, а затем еще пять раз до 7,50%.

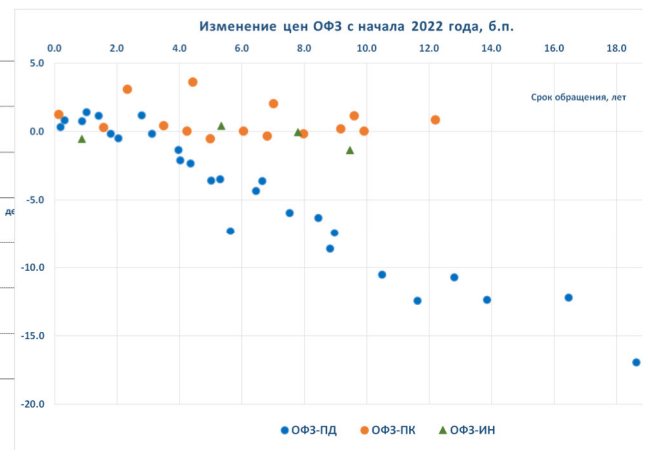
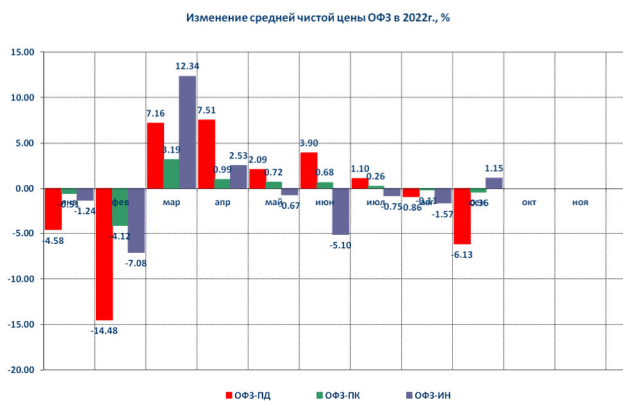
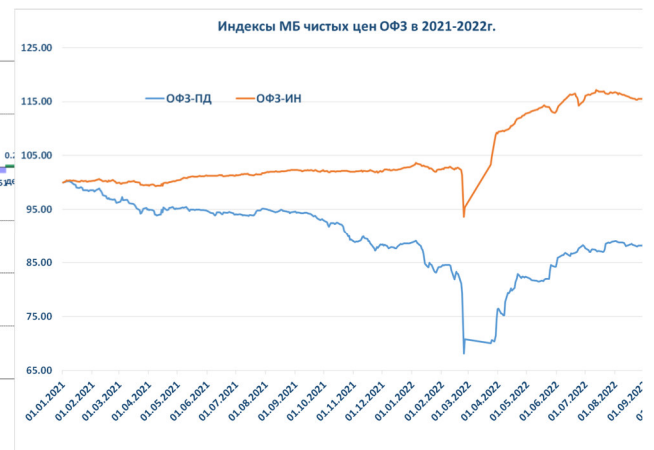
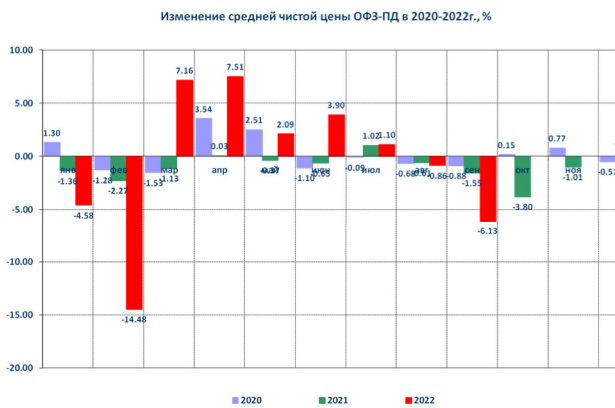
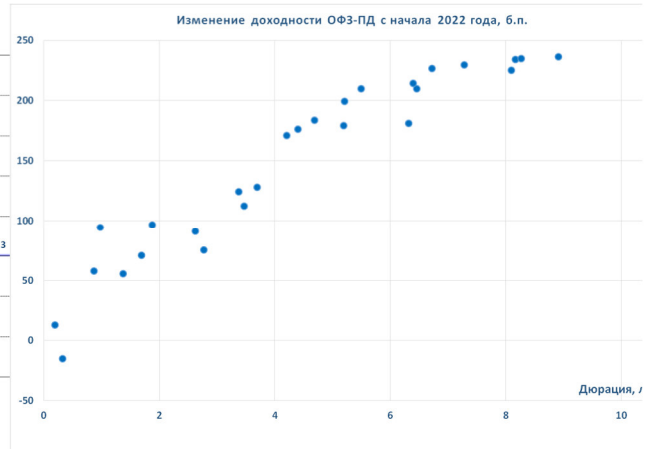
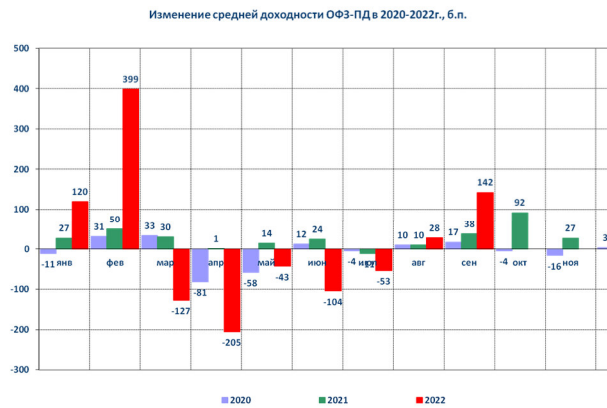
ИПЦ vs ключевая ставка Банка России



Источник: Росстат, Банк России

После повышения в течение первых двух месяцев т.г. доходность ОФЗ уверенно снижалась по все «кривой» в марте – июне т.г. Однако уже в июле снижение ставок (в пределах 10-160 б.п.) наблюдалось только по кратко- и среднесрочным выпускам, в то время как на долгосрочном конце было зафиксировано повышение (на 5-8 б.п.). При этом впервые за много месяцев «кривая» доходности ОФЗ приняла «нормальный вид». Это стало результатом активных операций кредитных организаций по «укорачиванию» своих портфелей. Новость об этом появилась в середине августа, что негативно отразилось на настроениях инвесторов, а «узкий» рынок на фоне пика летних отпусков привел к росту доходности по всему рынку ОФЗ, которое в среднем составило 28 б.п. (от 36-66 б.п. на коротком конце «кривой» до 20-30 б.п. на длинном).

Изменение средней доходности и средней чистой цены ОФЗ

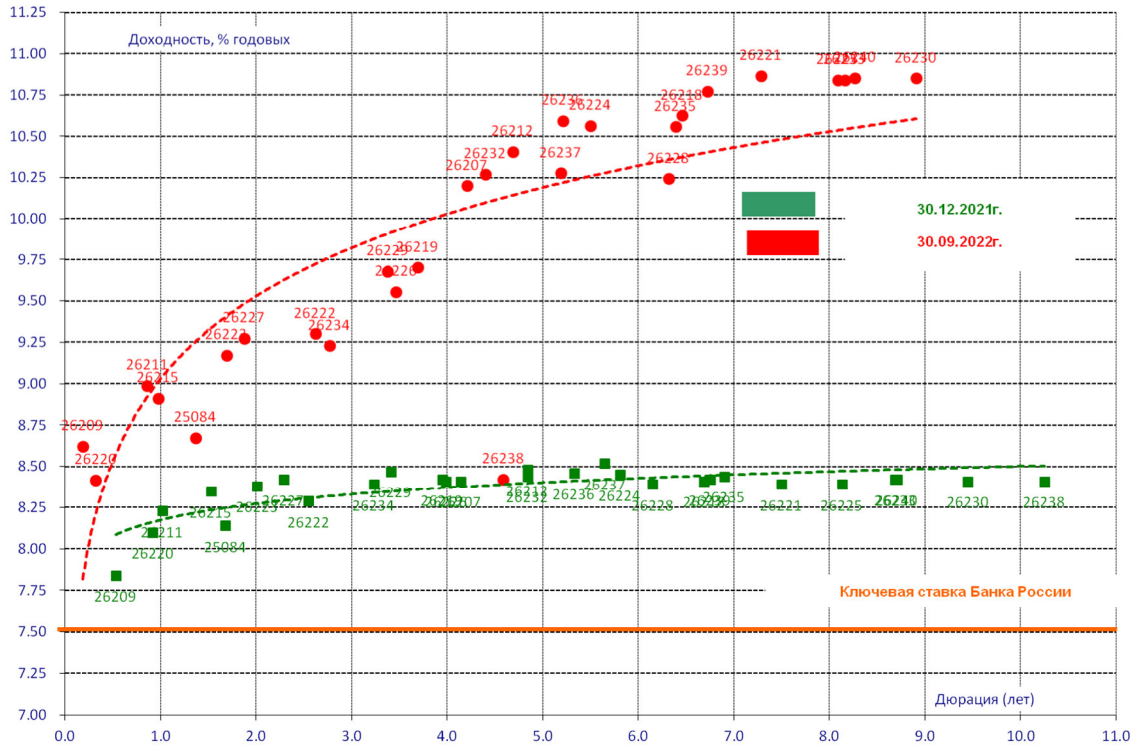


Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Несмотря на ожидаемое снижение ключевой ставки Банком России на сентябрьском заседании на 50 б.п. до 7,50%, рынок ОФЗ негативно отреагировал на заявление регулятора, в котором не было ясных сигналов о дальнейшем движении ключевой ставки. А после пресс-конференции главы Банка России, в ходе которой было заявлено, что «пространство для снижения ключевой ставки сузилось», а на заседании в октябре «следующим шагом может быть, как взята «пауза», так и снижение, так и повышение ключевой ставки», снижение цен ОФЗ ускорилось. В дальнейшем дополнительное негативное давление на рынок формировалось на фоне ожидаемого роста геополитических рисков и навеса крупных размещений ОФЗ в 2023г.



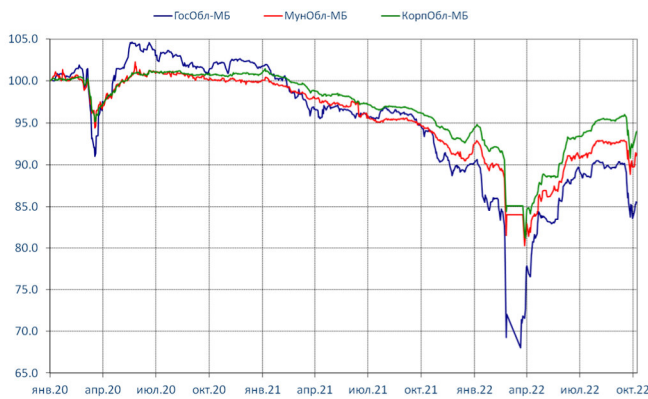
«Кривая» доходности ОФЗ



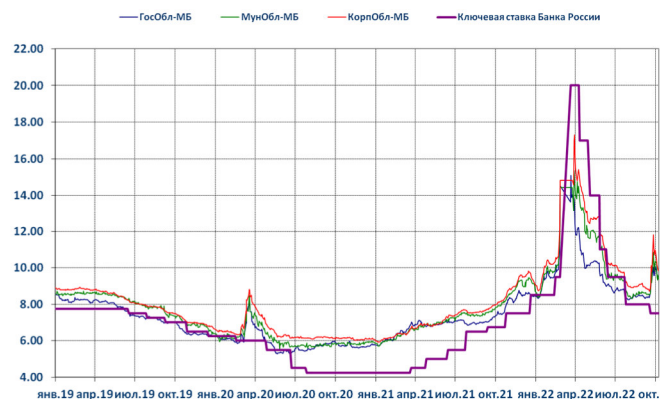
Источник: Московская биржа, Банк России, расчеты ООО БК «РЕГИОН»

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 первых 9 месяцев 2022г. повышение рассчитываемых Московской биржей индексов средней доходности субфедеральных и корпоративных облигаций составило 164 и 193 б.п. против повышения доходности ОФЗ на 159 б.п. При этом, спреды по доходности субфедеральных и корпоративных облигаций к доходности ОФЗ на вторичном рынке после сужения в конце первой половины года до 91 и 155 б.п. в третьем квартале вновь начали расширяться и по итогам 9 месяцев составили 108 б.п. и 193 б.п. соответственно.

Индексы чистой цены облигаций МБ



Индексы средневзвешенной доходности МБ



Источник: Московская биржа, Банк России, расчеты ООО «БК РЕГИОН» (На 0.1.01.2020г. ценовые индексы = 100.)



Инвестиционная привлекательность

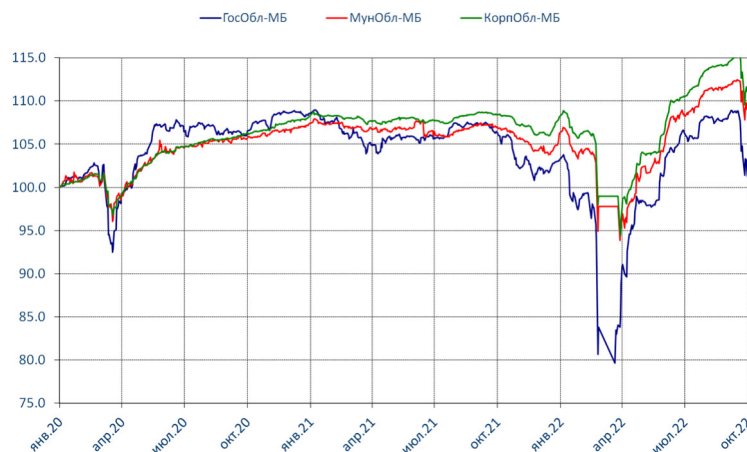
По итогам первых 9 месяцев 2022г. вложения только в **субфедеральные и корпоративные облигации** принесли инвесторам **незначительную прибыль, которая была обесценена более существенным размером инфляции**. При этом убыток по федеральным облигациям за 9 месяцев т.г. был сопоставим с убытком прошлого года, которые составили -4,7% и -4,9% соответственно. Субфедеральные и корпоративные облигации показали минимальные доходы в размере 0,6% и 0,5% соответственно. При этом наиболее не удачными на рынке капитала оказались вложения в акции, снижение которых по итогам 9 месяцев составило 11,2% против прибыли в размере 15,2% по итогам прошлого года в целом. Результаты вложений по итогам 9 месяцев 2022г. в иностранные валюты были разнонаправленными: так, например, покупка доллара США принесла доход порядка 15,9% (при росте на 0,6% в предыдущем году), а евро принесли убыток в размере 2,1% (-7,4% в предыдущем году). При этом вложения в китайский юань с начала текущего года принесли убыток в размере 29,9%.

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

Инструмент	Период, годы									
	9M22	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	
Рынок облигаций										
Все рублевые облигации	-3.4%	-4.7%	8.4%	18.8%	1.4%	14.1%	8.7%	23.9%	-	
Государственные (ОФЗ)	-4.7%	-4.9%	8.5%	20.0%	2.1%	12.8%	15.0%	29.4%	-14.4%	
Субфедеральные	0.6%	-1.1%	7.4%	13.4%	4.3%	10.3%	12.0%	16.2%	-4.5%	
Корпоративные	0.5%	-0.1%	8.3%	14.3%	4.4%	12.3%	11.0%	18.6%	-1.4%	
Рынок акций										
Индекс МБ	-11.2%	15.2%	8.0%	28.6%	12.3%	-4.7%	25.7%	26.1%	-9.3%	
Валютный рынок										
долл. США	15.9%	0.6%	19.3%	-10.9%	21.8%	-6.0%	-16.8%	23.0%	81.1%	
Евро	-2.1%	-7.4%	30.9%	-12.7%	16.5%	6.9%	-19.9%	16.6%	52.0%	
бивалютная корзина	7.6%	-3.4%	24.9%	-11.8%	19.2%	0.0%	-18.3%	19.3%	66.4%	
Инфляция (справочно)										
ИПЦ	13.68%	8.39%	4.9%	3.0%	4.3%	2.5%	5.4%	12.9%	11.4%	

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 2022г. и в 2023г.**

Основные внешние факторы

- ✓ **Геополитические риски.** По геополитическим событиям как первая, так и вторая половина 2022 года стали самыми насыщенными, чем предыдущие годы. Введение беспрецедентное количества новых антироссийских санкций со стороны США, Евросоюза и ряда западных стран можно назвать основным фактором роста геополитических рисков, которые вышли и останутся в ближайшее время на первом плане среди остальных. По-прежнему нет полной ясности относительно политики нынешней администрации США и ее взаимоотношений с Китаем и рядом других стран мира.
- ✓ **Денежно – кредитная политика мировых Центральных Банков.** Мировые центральные банки продолжают повышать учетные ставки в попытках ограничить рост инфляции, угрожающий финансовым рынкам и глобальной экономике. На последнем заседании ФРС в сентябре базовая ставка в очередной раз была повышена – на 75 б.п. Ожидается, что в совокупности на ближайших двух заседаниях ставка может быть повышена еще на 125 б.п. На следующий день вслед за ставкой ФРС повысили учетные ставки на 50-75 б.п. Центральные Банки следующих стран: Саудовская Аравия, Норвегия, Швейцария, ЮАР, Великобритания. Всего же с начала 2022 г. ставки повысили 20 национальных банков, а также ЦБ Европейского Союза. При этом ощутимого эффекта на уровень инфляции от повышения учетных ставок пока не наблюдается. По сравнению с уровнем инфляции в 2021 г. показатель в годовом выражении вырос во всех восточноевропейских (на 335-850 б.п.) и западноевропейских (в среднем на 230 б.п.) странах. **Таким образом, дальнейшее повышение ставок мировыми Центробанками представляется неизбежным.**
- ✓ **Динамика нефтяных цен.** В условиях более активного повышения спроса, наблюдаемого с начала текущего года средняя стоимость нефти марки Brent выросла почти на 60% по итогам первого полугодия. При этом на пике в марте т.г. цена достигала \$130 за баррель. Это позволило ОПЕК+ на июльском заседании принять решение подтвердить ранее намеченный план увеличения квот нефтедобычи на 648 тыс. баррелей в сутки в августе 2022г., а на следующем заседании – еще на 100 тыс. баррелей в сутки в сентябре. Однако с начала второй половины года наметилось снижение цен на нефть. В конце августа она снизилась до \$102 за баррель. В сентябре давление на рынок оказали опасения рецессии в глобальной экономике в результате подъема процентных ставок Центробанками по всему миру. Ужесточение монетарной политики, вероятно, повлечет за собой экономический спад и снижение спроса на энергоресурсы и в следующем году. К концу сентября цена опустилась до \$88 за баррель. В результате ОПЕК+ в октябре отменил повышение добычи нефти на 100 тыс. баррелей, которое было принято месяцем раньше на сентябрь. В начале октября министры ОПЕК+ в свете неопределенности, связанной с перспективами мировой экономики и рынка нефти, из-за необходимости улучшить долгосрочные прогнозы для рынка нефти, а также в соответствии с успешным подходом к упреждающим действиям, который последовательно применялся странами-участницами, принял ряд решений : прежде всего, срок действия соглашения продлен до 31 декабря 2023 года, а квота по добыче нефти с ноября снижается на 2 млн б/с по сравнению с уровнями августа (совпадает с квотами октября - ИФ). Кроме того, фактором поддержки цен на нефть на высоком уровне может стать снижение предложения в связи с возможным введением санкционных ограничений на российские энергоресурсы, включая ограничения верхней цены российской нефти. Согласно новому бюджетному правилу цена отсечения в проекте бюджета на следующий год заложена на уровне \$62-63 за баррель при средней добычи 10,0-10,5 млн баррелей в сутки. По данным Минфина РФ средняя цена нефти марки Urals за 9 месяцев 2022г. составила \$80,58 за баррель, а в августе и сентябре - \$74,73 и \$68,25 за баррель.



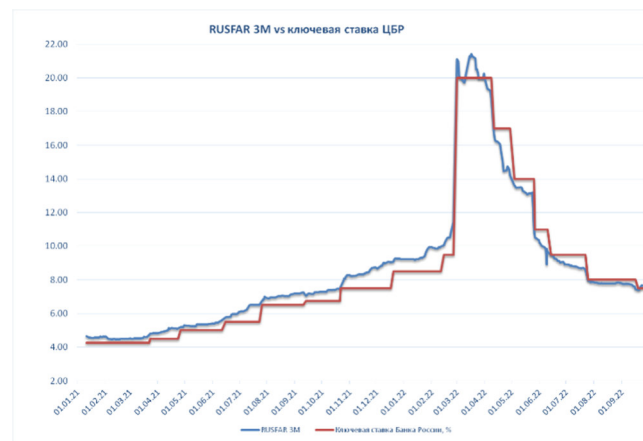
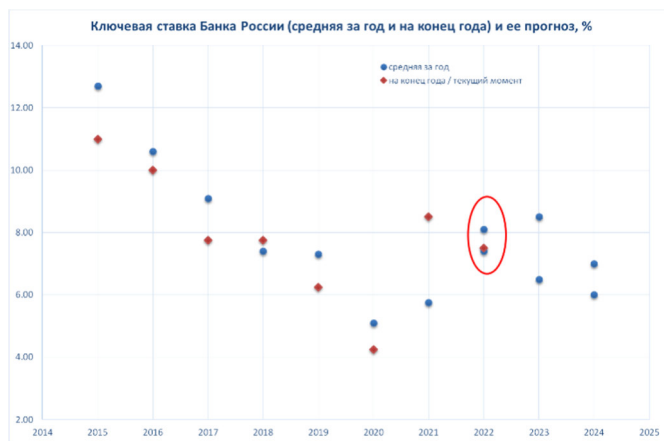
- ✓ **Продовольственный кризис.** Резкий рост цен на зерновые и прочие продуктовые категории в 2022 г. на фоне обострения геополитической ситуации в мире еще больше усугубил и так достаточно критическую продовольственную ситуацию в мире, сложившуюся в 2021 г. Так, по итогам прошедшего года порядка 193 млн человек (согласно Global Report on Food Crises) в 53 странах находились в неблагоприятной ситуации в плане продовольственной безопасности. Данный уровень на 40 млн человек превысил (+26% г/г) уровень, зафиксированный годом ранее. В текущем году согласно Всемирной продовольственной программы, реализуемой под эгидой ООН, с проблемой обеспечения продовольствием уже столкнутся 345 млн человек в 82 странах (+79% г/г). Количество жителей планеты, находящихся в критическом или катастрофическом положении с точки зрения продовольственного дефицита по итогам текущего года приблизится к 51 млн человек в 45 странах мира. Потребности финансирования продовольственных поставок оцениваются в 22,2 млрд долл. США для обеспечения 152 млн человек в мире, которых можно отнести к наиболее остро нуждающимся. При этом, несмотря на некоторые подвижки в поставках (российского и украинского) зерна на мировые рынки и пересмотр **мировых запасов пшеницы в сторону повышения, их уровень на 2022-2023 гг. (267 млн тонн) является наименьшим за последние шесть лет и представляет сокращение на 5% к уровню 2021 г.** Большинство экономистов прогнозирует **дальнейший рост цен на пшеницу в ближайшие 12 месяцев в пределах 10% г/г.** В долгосрочной перспективе мировое потребление пшеницы вырастет на 11% к 2030 г. (по данным ОЭСР) на фоне роста потребления в Индии (+17 млн тонн), Китае (+8 млн тонн), Пакистане (+6 млн тонн) и Египте (+4 млн тонн) на фоне продолжающегося роста населения, хотя и замедляющимися темпами. Таким образом, **динамика цен на пшеницу и иные зерновые, а также прочие продовольственные категории, не только в краткосрочной, но и долгосрочной перспективе будет иметь повышательный вектор, что, безусловно, будет разгонять мировую инфляцию.**
- ✓ **Пандемия COVID-19.** Тема коронавируса практически ушла с первого места в мировых новостях в 2022г. Тем не менее, здоровье экономической и финансовой систем отдельных стран или их отдельных районов до конца 2022 года и в 2023 году по-прежнему может зависеть от ситуации с пандемией. Сырьевые, товарные и финансовые рынки продолжают достаточно чутко реагировать на новости (позитивные или негативные) и статистику по заболеванию. Периодически возникают ожидания очередной волны заболевания, связанной с появлением нового штамма коронавируса в результате очередной собственной мутации. Теме не менее, можно в большей мере рассчитывать на то, что основные шоки уже позади, а имеющийся опыт борьбы с COVID-19 – на более высокие результаты;

Основные внутренние факторы

- ✓ **Инфляция.** Инфляция, рост которой наметился в конце 2021г., в начале текущего года ускорилась, достигнув по итогам марта максимального за последние 12 лет значения – 7,61%, а потом начала быстро снижаться, переходя в дефляцию, которая была зафиксирована по итогам июня, июля и августа на уровне -0,35%, -0,39% и -0,52% соответственно. В годовом выражении после пика по итогам апреля на уровне 17,83% инфляция начала снижаться и по итогам августа составила 14,30%. В сентябре дефляция сохранилась, но существенно замедлилась, составив по итогам трех первых недель -0,15%. Банк России на последнем заседании 16 сентября т.г. понизил прогноз инфляции в РФ на 2022 год до 11,0-13,0% с 14-17%, в 2023 году ожидает с учетом проводимой денежно-кредитной политики снижение до 5-7%, а возвращение к целевым 4% - в 2024 году. Динамика инфляции в последнее время повышает вероятность завершения текущего года по инфляции ближе к нижней границы прогнозного диапазона.
- ✓ **Денежно-кредитная политика Банка России.** Проводимая Банком России денежно-кредитная политика сохранит необходимое дезинфляционное влияние для возвращения инфляции к цели в 2024 году. Принятые Банком России в апреле – сентябре решения о снижении ключевой ставки с 20,0% до 7,5% позволили увеличить доступность кредитных ресурсов в экономике и ограничить масштаб снижения экономической активности. Банк России прогнозирует среднюю ключевую ставку в диапазоне 10,50–10,81% в 2022 году (с 25.07.22г. в диапазоне 7,4-8,0% до конца



года), 6,5-8,5% в 2023 году и 6,0–7,0% в 2024 году. В заявлении по итогам сентябрьского заседания было отмечено, что Банк России будет принимать дальнейшие решения по ключевой ставке с учетом фактической и ожидаемой динамики инфляции относительно цели, процесса структурной перестройки экономики, а также оценивая риски со стороны внутренних и внешних условий и реакции на них финансовых рынков. Долговой рынок негативно отреагировал на отсутствие в заявлении ясных сигналов о дальнейшем движении ключевой ставки. А после пресс-конференции председателя Банка России, в ходе которой было заявлено, что «пространство для снижения ключевой ставки сузилось», а на заседании в октябре «следующим шагом может быть, как взята «пауза», так и снижение, так и повышение ключевой ставки», процесс прогнозирования ее динамики и движения ставок на долговом рынке в кратко- и среднесрочной перспективе существенно усложнился.



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

- ✓ **Курс рубля.** По итогам первой половины 2022г. курс рубля к доллару укрепился на 31,1%, став самой «крепкой» валютой в мире. Это произошло вопреки ожиданий ослабления рубля на фоне введения многочисленных и жестких санкций со стороны западных стран. В ответ на санкции Россия перешла на оплату поставок газа российскими рублями, кроме того существенное падение импорта привело к снижению привлекательности иностранной валюты. Введенные обязательные продажи 50% экспортной выручки были сначала снижены вдвое, а затем и вовсе отменены. Кроме того, правительством были предприняты ряд мер для стабилизации ситуации на валютном рынке. **Минэкономразвития РФ** ожидает, что в ближайшие годы курс рубля будет ослабляться, при этом он будет оставаться на 10-15% крепче среднего уровня за последние пять лет. При этом в 2023г. ожидается средний курс национальной валюты на уровне 68,3 руб. за доллар, при пике в декабре следующего года на уровне 70,2 руб. за доллар.

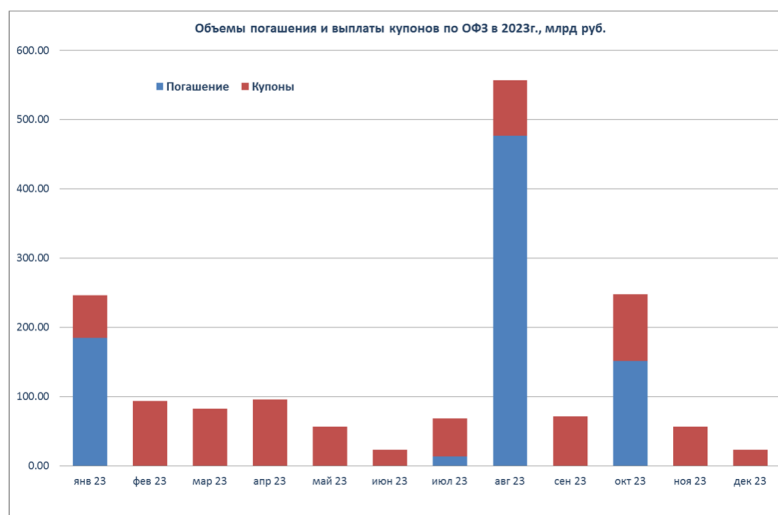
- ✓ **Политика Минфина РФ на первичном рынке ОФЗ.** В соответствии с Федеральным бюджетом объем государственных внутренних заимствований в 2022 году был запланирован на уровне 3,260 трлн руб., а на первый квартал 2022г. план заимствований на рынке ОФЗ был установлен на уровне 700 млрд руб. По итогам первых двух месяцев года объем размещения составил около 128,1 млрд руб. или 18,3% от квартального и 3,9% от годового плана.

В феврале т.г. на фоне крайне высокой волатильности на рынке Минфин РФ отказался от первичных размещений в текущем году, но по мере улучшения конъюнктуры на валютном и облигационном рынках Минфин РФ решил вернуться на внутренний рынок займов в сентябре т.г., установив план заимствования до конца III квартала на уровне 40 млрд руб.

После первого аукциона (прошедшего после семимесячной «паузы», 14 сентября), на котором предложенные облигации объемом 10 млрд руб. были размещены полностью при относительно высоком спросе, но и при достаточно агрессивных заявках, конъюнктура вторичного рынка ОФЗ



существенно ухудшилась, что и предопределило признание Минфином РФ двух проведенных 21 сентября аукционов не состоявшимися, а также отказ от проведения аукционов 28 сентября «в связи с возросшей волатильностью на финансовых рынках». Плановый объем размещения в IV квартале 2022г. был установлен на уровне 150 млрд руб., в т.ч на срок от 5 до 10 лет – 120 млрд руб. и более 10 лет – в объеме 30 млрд руб.



Источник: Московская биржа, Минфин РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

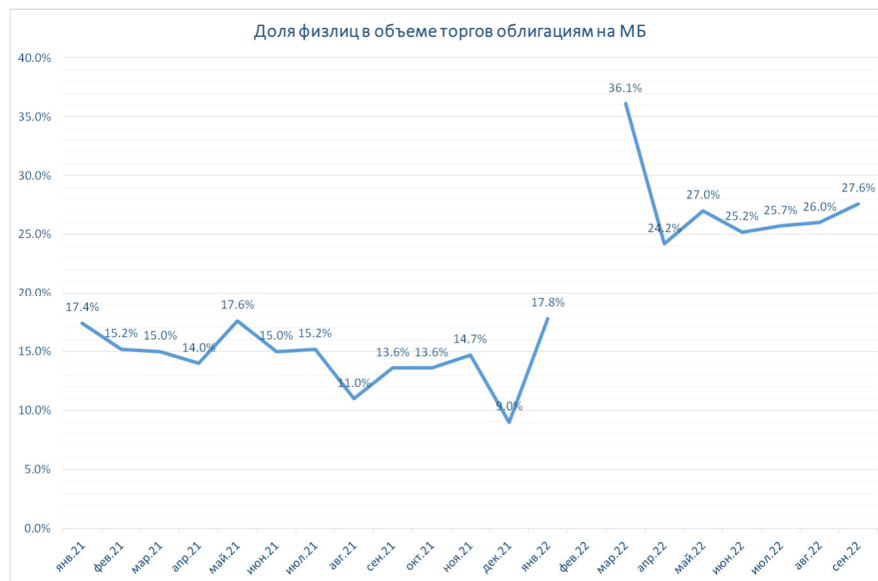
В 2023-2025гг. **внутренние заимствования будут выступать основным источником финансирования дефицита бюджета.** Согласно проекта федерального бюджета, в 2023 году размещение государственных ценных бумаг РФ на внутреннем долговом рынке планируется в объеме 2,512 трлн руб., в 2024 году – 3,389 трлн руб., в 2025 году – 3,427 трлн руб. На погашение рублевых госбумаг в 2023 году будет направлено 764,416 млрд руб., в 2024 году - 1,451 трлн руб., в 2025 году - 1,426 трлн руб.

- ✓ **Ликвидность банковской системы.** В июне — сентябре 2022 года структурный профицит ликвидности в среднем по периодам усреднения обязательных резервов сложился на уровне 2,2-2,7 трлн руб. против 1,0-1,4 трлн руб. за апрельский и майский периоды усреднения. На середину сентября сложилось максимальное значение профицита ликвидности, превысившее 3,6 трлн руб., после чего наблюдалось постепенное снижение до 1,6 трлн руб. на конец сентября. В сентябре основным фактором притока ликвидности в банковский сектор были операции Банка России по предоставлению ликвидности в объеме 1,15 трлн руб. Максимальный с февраля отток средств за счет роста объема наличных денег в обращении (в объеме 506,1 млрд руб.) частично компенсировал влияние этого фактора. **Прогноз структурного профицита ликвидности на конец 2022 года составляет 3,5 – 4,0 трлн руб.** В связи с тем, что регулятор ожидает продолжения роста профицита ликвидности банковской системы, планируется продолжить повышать нормативы обязательных резервов по всем категориям резервируемых обязательств для банков с универсальной лицензией до 3% в рублях и до 5% в валюте.
- ✓ **Отсутствие притока новых денежных средств в пенсионные накопления НПФ** говорит о сохранении слабых возможностях НПФ увеличивать вложения на долгом рынке и в 2023 году. 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 2023 году во всех сегментах рублевого облигационного рынка составляет порядка 4,53 трлн руб. (53,3% из которых приходится на погашение основного долга).
- ✓ **Рост активности инвесторов – физических лиц.** В 2022г. продолжился рост активности инвесторов – физических лиц. По данным Московской биржи на 1 октября количество открытых



брокерских счетов превысило 21,692 млн, увеличившись на 4,692 млн или 27,6% к началу года. На вторичных торгах облигациями их доля увеличилась в 2022г. до 24-36% против 9,0-18% в 2021г. (правда, уменьшилась в номинальном выражении в связи со снижением ликвидности рынков). Очевидно, что их доля может продолжить свой рост, принимая во внимание более быстрое снижение ставок по депозитам по сравнению с доходностью облигаций. По данным мониторинга 10 крупнейших банков максимальная ставка по депозитам во второй декаде сентября снизилась до 6,74% годовых, вернувшись к уровню второй декады октября 2021г.

Доля физических лиц в объеме вторичных торгов облигациями на основной сессии МБ



Источник: МБ, 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

Екатерина Шиляева	+7 (495) 981-62-91	shilyaeva@region.ru
Татьяна Тетёркина	+7 (495) 988-12-23	teterkina@region.ru
Влад Владимирский	+7 (495) 980-24-92	vlad@region.ru
Василий Домась	+7 (495) 777-29-64 доб 244	domas@region.ru
Максим Швецов	+7 (495) 777-29-64 доб 694	shvetsov@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.
