



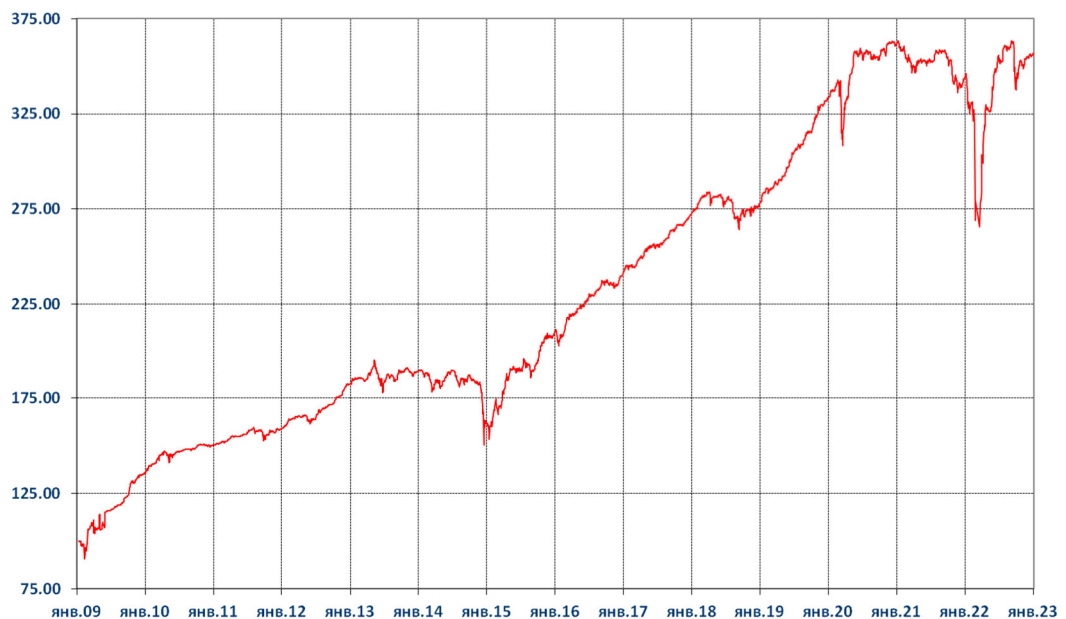
Александр Ермак, aermak@region.ru

Мария Сулима, sulima@region.ru

Рынок облигаций: высокая волатильность на фоне большой неопределённости
ОБЗОР РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЗА 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 к середине года, 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 в течение более полугода 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.). Однако в четвертом квартале конъюнктура рынка постепенно улучшалась на фоне сохранения относительно низкой инфляции и сохранения нейтральной ДКП Банка России, успешных размещений ОФЗ (преимущественно за счет ОФЗ-ПК), в результате которых годовой план по заимствованиям был перевыполнен, и на фоне роста активности в корпоративном сегменте как на первичном, так и на вторичном рынках.

Индекс совокупного дохода ОФЗ Московской биржи, %

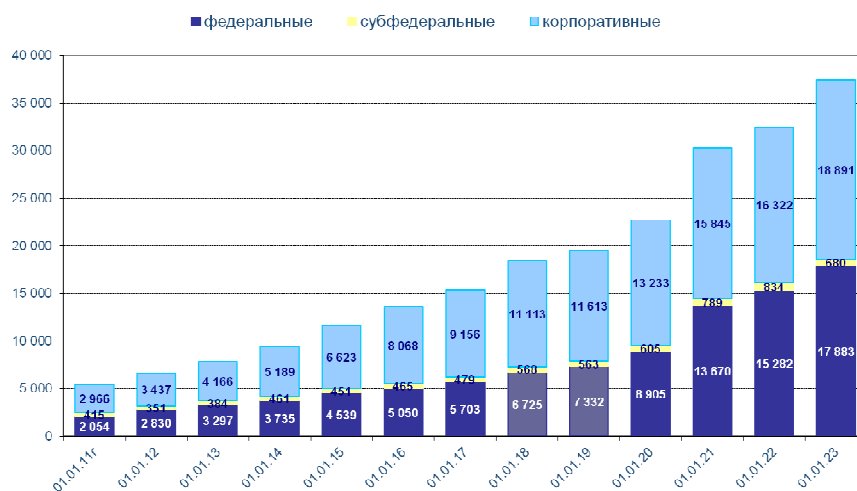


Источники: приведенный индекс ОФЗ МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН» (на 01.01.2009г. значения индексов = 100)

Объем и структура рынка рублевых облигаций

По итогам 2022г. рынок рублевых облигаций (без учета краткосрочных и коммерческих облигаций) по нашим оценкам составил около 37,453 трлн руб., что на 15.5% выше показателя начала текущего года (по итогам 9-и месяцев т.г. рост составлял всего 0.6%). При этом единственным сегментом, который показал снижение (-18,4%), был рынок субфедеральных облигаций, объем которого составил порядка 680,2 млрд руб. Объемы федеральных и корпоративных облигаций в обращении выросли на 17,0% и 15,7% до 17,883 и 18,801 трлн руб., соответственно.

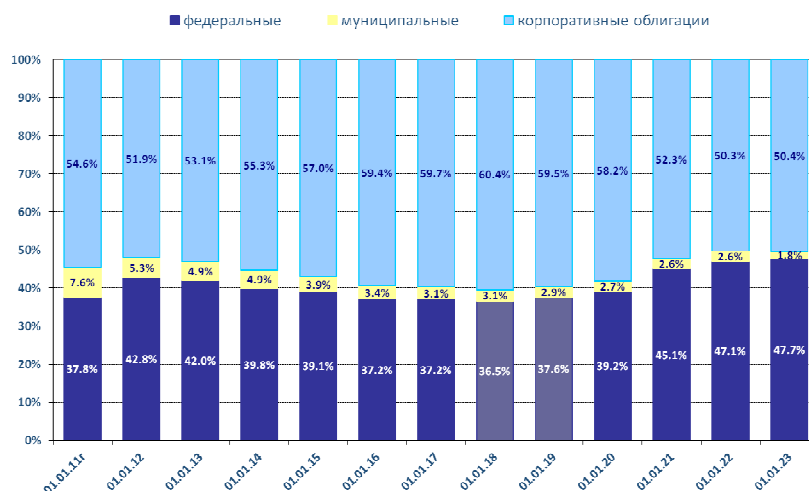
Объем рублевого облигационного рынка в обращении, млрд руб.



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Доля ОФЗ в прошедшем году показала рост пятый год подряд, составив по итогам 2022г. 47,7% против 47,1% и 45,1% в начале 2022 и 2021 годов. Доля субфедеральных облигаций снизилась до уровня 1,8% 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 50,4%, превысив уровень начала 2022г., когда он составлял 50,3%, но оставшись ниже уровня 2021г. (52,3%).

Структура рублевого облигационного рынка в обращении, %

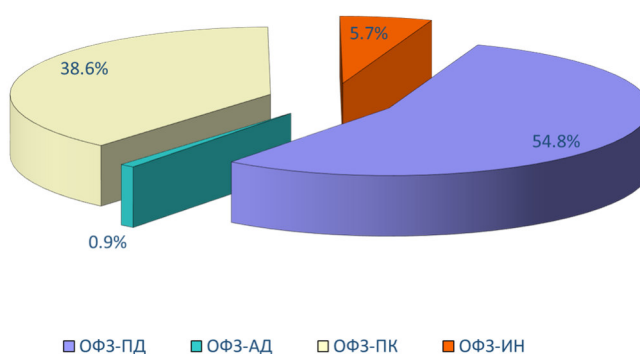


Источник: расчеты БК «РЕГИОН»



На рынке государственных облигаций основную долю около 54,8% занимают облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД), которая по итогам 2022г. снизилась на 7,6%. Продолжается снижение (на 0,5%) доли облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД), которая составила 0,9%. Доля ОФЗ-ПК, аукционы по которым активно проводились в четвертом квартале предыдущего года, выросла с начала года на 7,3 п.п. до 38,6% (после снижения на 3,2 п.п. по итогам 2021г. в целом). Около 5,7% (-0,1 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 прошедшем году. При этом основной прирост объема в обращении произошел за счет индексации номинала, которая составила с начала года 13,7%.

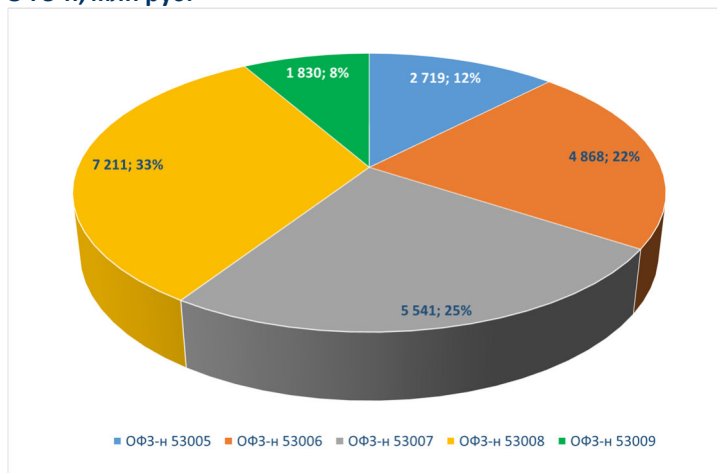
Структура рынка федеральных облигаций



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Кроме того, на 1 января 2022г. на счетах физических лиц лежали **ОФЗ-н** пяти выпусков на общую сумму 22,169 млрд руб., которая снизилась за год на 16,577 млрд руб. (-42,8%), за счет погашения полностью одного и частичного досрочного погашения по пяти выпускам. 7 февраля т.г. началось размещение выпуска ОФЗ-н 53009, объем продаж которого за несколько дней составил 1,845 млрд руб. (12,9%) из объявленных 15 млрд руб. по номинальной стоимости, которое было приостановлено в марте прошлого года. При этом Минфин РФ заявил, что в связи с достижением целей, поставленных при запуске эмиссии «народных ОФЗ», в части содействия повышению финансовой грамотности населения и привлечения граждан на финансовые рынки возобновлять размещение данных облигаций не планируется.

Структура рынка ОФЗ-н, млн руб.



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»



На рынке субфедеральных и муниципальных облигаций, обращающихся на МБ, на конец 2022 года было представлено 109 выпусков долговых ценных бумаг 39 региона – эмитента на общую сумму 666,29 млрд руб. по номинальной стоимости, а также 7 выпусков облигаций 4 органов местной власти на общую сумму 13,900 млрд руб. по номинальной стоимости.

Первое место на рынке вновь заняла Москва, объем облигаций которой составил 115,4 млрд руб. или 17,0% от общего объема. Второе место заняла Московская область, объем облигаций в обращении которой составил 105,05 млрд руб. или 15,4% от общего объема рынка субфедеральных облигаций. Замыкает «тройку лидеров» Свердловская область (53,5 млрд руб. или 7,9%). На долю регионов, занимающих с 4 по 10 места, приходится от 7,9% до 2,8% рынка. При этом первая десятка регионов занимает порядка 73,3% рынка субфедеральных облигаций.

Крупнейшие эмитенты на рынке субфедеральных облигаций, % от общего объема

№ п.п.	Эмитент	Объем в обращении, млн руб.	Доля рынка, %	Количество выпусков	Доля, %
1	Москва	115 433.1	17.0%	3	2.6%
2	Московская обл.	105 050.0	15.4%	6	5.2%
3	Свердловская обл.	53 500.0	7.9%	9	7.8%
4	Санкт-Петербург	48 756.1	7.2%	3	2.6%
5	Нижегородская обл.	41 500.0	6.1%	5	4.3%
6	Саратов. обл.	33 500.0	4.9%	2	1.7%
7	Красноярский край	28 707.8	4.2%	5	4.3%
8	Саха (Якутия)	28 500.0	4.2%	7	6.0%
9	Краснодарский край	24 500.0	3.6%	3	2.6%
10	Ярославская обл.	19 000.0	2.8%	5	4.3%
11	Самарская обл.	18 300.0	2.7%	4	3.4%
12	Башкортостан	15 000.0	2.2%	2	1.7%
13	Ульяновская обл.	14 925.0	2.2%	4	3.4%
14	Томская обл.	13 250.0	1.9%	3	2.6%
15	Новосибирская обл.	13 000.0	1.9%	4	3.4%
16	Белгородская обл.	12 670.0	1.9%	6	5.2%
17	Коми	10 000.0	1.5%	1	0.9%
18	Новосибирск	8 600.0	1.3%	3	2.6%
19	Ставрополье	8 200.0	1.2%	2	1.7%
20	Челябинская область	7 000.0	1.0%	3	2.6%
21	Оренбург. обл.	7 000.0	1.0%	2	1.7%
22	Волгоградская обл.	6 500.0	1.0%	1	0.9%
23	Удмуртия	5 000.0	0.7%	2	1.7%
24	Омская область	5 000.0	0.7%	1	0.9%
25	Тамбовская обл.	4 550.0	0.7%	3	2.6%
26	Кемеровская обл.	4 500.0	0.7%	1	0.9%
27	Липецкая обл	3 700.0	0.5%	3	2.6%
28	ХМАО	3 400.0	0.5%	2	1.7%
29	Калининград. обл.	3 353.3	0.5%	4	3.4%
30	Москва	115 433.1	17.0%	3	2.6%

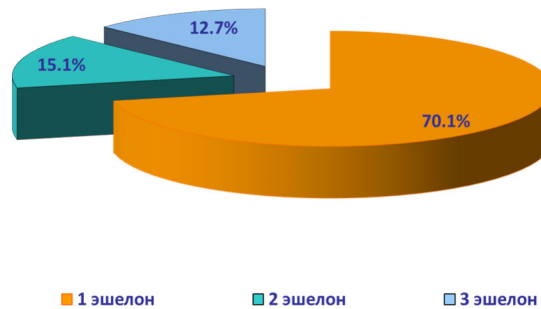
Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

По нашим оценкам, доля облигаций региональных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) выросла до 70,1% с 61,6% в начале года. В обращении находится 53 выпуска 12



эмитентов на общую сумму 477,15 млрд руб. Доля облигаций второго и третьего эшелонов составила 15,1% и 12,7% против 18,7% и 19,7% в начале года соответственно. В обращении находится 26 и 31 выпуска 10 и 17 эмитентов на общую сумму порядка 102,7 и 86,4 млрд руб. соответственно.

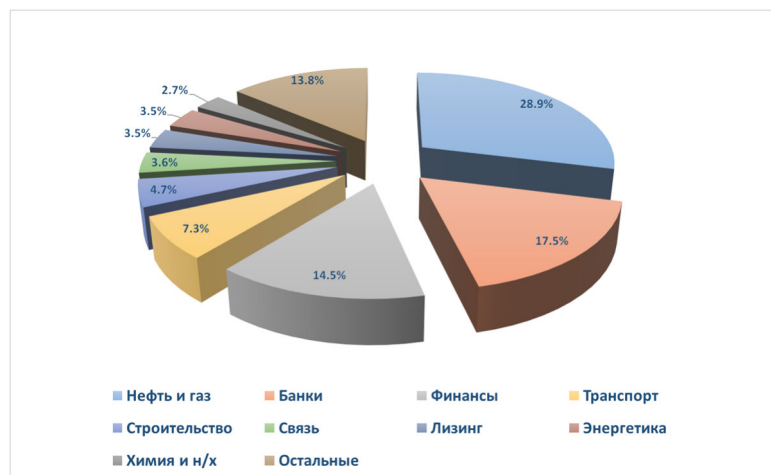
Эшелонированность рынка субфедеральных облигаций, % от общего объема



Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»

На рынке корпоративных облигаций на конец 2022г. в обращении на Московской бирже находилось 1913 (меньше на 86 выпусков по сравнению с началом года) выпусков 371 (-3) эмитентов (без учета краткосрочных облигаций). Максимальную долю на рынке по-прежнему сохраняет нефтегазовый сектор с объемом 4,51 трлн руб. или 28,9% от общего объема корпоративных облигаций в обращении. На втором месте с долей рынка 17,5% находятся банковские облигации общим объемом 2,724 трлн руб. Еще порядка 14,5% и 3,5% (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 35,5% от общего объема корпоративных облигаций в обращении, что стало на 2,9% ниже показателя на начало года. Кроме того, порядка 1,4% рынка занимают облигации МФО Реальная экономика представлена также транспортным сектором (4-е место, 7,3%) и строительством (4,7%), связью (3,6%), энергетикой (3,5%), МЕТАЛЛУРГИЕЙ (3,2%) и химией / нефтехимией (2,7%). На долю остальных отраслей приходится 9,1% рынка, при этом максимальная доля не превышает 2,0%.

Отраслевая структура рынка корпоративных облигаций, % от общего объема

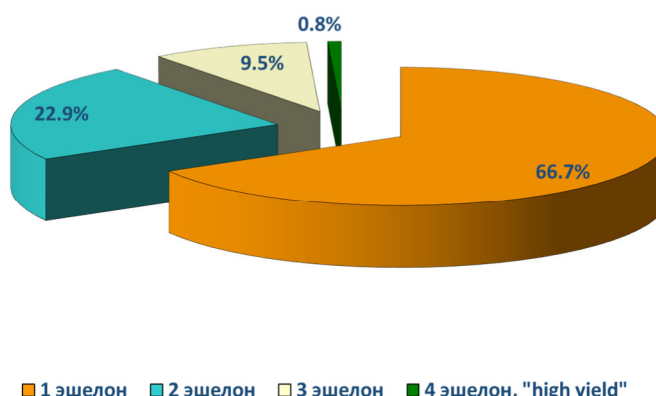


Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН».



Доля облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством), по нашим оценкам, составила 66,7% против 65,9% на начало 2022 года от суммарного объема рынка соответственно. Доля облигаций второго эшелона составляет, по нашим оценкам, 22,9% (22,0% на начало года), третьего эшелона – 9,5% (10,5% на начало года). На конец 2022г. в обращении на рынке находилось 239 выпусков высокодоходных облигаций (ВДО) 135 эмитентов (против 222 и 123 соответственно на начало года) на общую сумму порядка 126,8 млрд руб. по номинальной стоимости, а их доля составила 0,8% против 0,9% на начало 2022 года.

Эшелонированность рынка корпоративных облигаций, % от общего объема



Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Крупнейшими эмитентами корпоративных облигаций, обращающихся на МБ, являются: НК Роснефть (с долей 21,5% против 21,0% в начале года), Дом.РФ и Дом.РФ ИА (8,6% против 7,2%), РЖД (5,9% против 7,5%), Сбербанк (5,7% против 6,3%), ВЭБ.РФ (3,8% против 3,7%). На долю 10 крупнейших корпоративных эмитентов приходится порядка 57,9%, а на долю 30 крупнейших эмитентов- 77,0% (против 55,8% и 77,4% на начало года соответственно).

Крупнейшие эмитенты на рынке корпоративных облигаций, % от общего объема

№ п.п.	Эмитент	Объем в обращении, млн руб.	Доля рынка, %	Количество выпусков	Доля, %
1	НК Роснефть	3 348 557.1	21.5%	41	2.1%
2	ДОМ.РФ / Дом.РФ ИА	1 346 555.9	8.6%	78	4.1%
3	РЖД	913 200.0	5.9%	47	2.5%
4	Сбербанк	887 409.7	5.7%	358	18.7%
5	ВЭБ.РФ	592 011.4	3.8%	34	1.8%
6	Газпром / Газпром Капитал	581 711.5	3.7%	26	1.4%
7	ВТБ	459 771.4	2.9%	162	8.5%
8	Газпромбанк	332 790.4	2.1%	34	1.8%
9	ФСК - Россети	326 000.0	2.1%	25	1.3%
10	СИБУР Холдинг	239 068.4	1.5%	12	0.6%
11	ГТЛК	233 330.2	1.5%	29	1.5%
12	ГСП-Финанс	231 200.0	1.5%	3	0.2%
13	АФК Система	229 700.0	1.5%	23	1.2%
14	Россельхозбанк	203 198.3	1.3%	35	1.8%



15	Ростелеком	185 000.0	1.2%	16	0.8%
16	МТС	184 000.0	1.2%	17	0.9%
17	Газпром нефть	170 000.0	1.1%	10	0.5%
18	ЕАБР	167 990.8	1.1%	13	0.7%
19	АЛЬФА-БАНК	159 900.0	1.0%	20	1.0%
20	Концерн РОССИУМ	150 000.0	1.0%	9	0.5%
21	РУСАЛ ОК	126 248.5	0.8%	5	0.3%
22	Банк ФК Открытие	120 366.7	0.8%	18	0.9%
23	Почта России	119 761.3	0.8%	18	0.9%
24	Транснефть	117 000.0	0.8%	7	0.4%
25	Росбанк	105 750.0	0.7%	18	0.9%
26	Башнефть	105 000.0	0.7%	15	0.8%
27	НК ЛУКОЙЛ	96 548.8	0.6%	5	0.3%
28	ИКС 5 ФИНАНС	94 000.0	0.6%	8	0.4%
29	МЕТАЛЛОИНВЕСТ	88 280.4	0.6%	11	0.6%
30	НорНикель	86 975.3	0.6%	3	0.2%

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Отдельно следует сказать о новом инструменте, который появился на рынке в 2022г., - о «замещающих» облигациях. «Замещающие» облигации — это выпущенные по российскому праву и обращающиеся внутри российской инфраструктуры облигации, которые инвестор может получить взамен замещаемых еврооблигаций эмитента. Параметры замещающих облигаций должны быть аналогичны параметрам замещаемого выпуска еврооблигаций по сроку погашения, размеру дохода, календарю купонных выплат и номинальной стоимости (в соответствии с Указом президента РФ от 05.07.2022 № 430 и Федеральными законами от 14.07.2022 № 292-ФЗ и 319-ФЗ, Указание Банка России 11-ОП). Прочие параметры эмитент может сохранить или скорректировать по собственному усмотрению, например, предусмотреть досрочное погашение, дополнительное поручительство и другие.

Создание нового инструмента – «замещающих» облигаций, потребовалось из-за того, что российские компании, занимавшие на международных рынках, лишились технической возможности проводить платежи по своим еврооблигациям полностью, либо их платежи перестали доходить в НРД из иностранных депозитариев. Замещающие облигации номинированы в иностранной валюте, но расчеты проходят через российскую платежную инфраструктуру — в рублях по курсу Банка России на дату соответствующей выплаты (!).

В 2022г. был размещен 21 выпуск «замещающие» облигации 7 компаний, из которых 15 выпусков номинированы в долларах США, 5 выпуска в евро и один выпуск в фунтах. При этом Газпром капитал разместил 10 выпусков во всех трех валютах, остальные в долларах США: 4 выпуска НК ЛУКОЙЛ, 2 выпуска Совкомфлот и по одному выпуску: ХК Металлоинвест, ПИК-Корпорация, Борец Капитал и ММК.

Выпуски	Эмитенты	Заявленный объем, млн	Размещенный объем, млн	Валюта	Доля размещения, %
7	16	15 075	12 632	\$	83.8%
1	4	3 250	1 394	Евро	42.9%
1	1	850	294	GBP	34.5%

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»



Общий объем размещения «замещающих» облигаций в рублевом эквиваленте составил 470,207 млрд руб. или 2,5% от общего объема рынка корпоративных облигаций в обращении.

Основные показатели «замещающих» облигаций

№ п.п.	Наименование эмитента	Выпуск	Дата начала размещения	Дата погашения	Объем выпуска, млн	Объем в обращении, млн	Валюта
1	Газпром Капитал	3O27-1-Д	20.09.22	23.03.27	750	304.401	\$
2	Газпром Капитал	3O24-1-Ф	04.10.22	06.04.24	850	293.599	GBP
3	Газпром Капитал	3O34-1-Д	11.10.22	28.04.34	1 200	539.893	\$
4	Газпром Капитал	3O23-1-Е	24.10.22	17.11.23	1 000	439.703	Евро
5	Газпром Капитал	3O24-1-Е	27.10.22	22.11.24	750	268.709	Евро
6	Газпром Капитал	3O28-1-Е	01.11.22	17.11.28	500	264.340	Евро
7	НК ЛУКОЙЛ	3O-23	04.10.22	24.04.23	1 500	562.700	\$
8	НК ЛУКОЙЛ	3O-26	04.10.22	02.11.26	1 000	315.760	\$
9	НК ЛУКОЙЛ	3O-27	04.10.22	26.04.27	1 150	257.441	\$
10	НК ЛУКОЙЛ	3O-30	04.10.22	06.05.30	1 500	287.279	\$
11	НК ЛУКОЙЛ	3O-31	04.10.22	26.10.31	1 150	253.992	\$
12	ХК МЕТАЛЛОИНВЕСТ	28	05.10.22	22.10.28	650	285.780	\$
13	ПИК-Корпорация	001P-05	05.08.22	19.11.26	525	395.000	\$
14	Совкомфлот	3O-2028	11.10.22	26.04.28	430	317.813	\$
15	Совкомфлот	3O-2023	09.11.22	16.06.23	498	377.120	\$
16	Газпром Капитал	3O24-2-Е	22.11.22	24.01.24	1 000	421.103	Евро
17	Борец Капитал	3O-2026	21.11.22	17.09.26	350	221.050	\$
18	ПАО "ММК"	3O2024-Д	24.11.22	13.06.24	500	307.636	\$
19	Газпром Капитал	3O27-2-Д	30.11.22	29.06.27	1 000	442.596	\$
20	Газпром Капитал	3O31-1-Д	02.12.22	14.07.31	1 000	406.096	\$
21	Газпром Капитал	3O29-1-Д	06.12.22	27.01.29	2 000	1 029.740	\$

Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Еще одним новым инструментом, который появился на долговом рынке в 2022г., стали корпоративные облигации, номинированные в китайских юанях. Первые облигации появились на рынке только в начале августа прошедшего года, но быстро завоевали интерес как эмитентов, так и инвесторов, что позволило им занять свою определенную нишу на облигационном рынке. На конец года в обращении находится 17 выпусков номинированных в юанях облигаций 10 эмитентов на общую сумму 49,568 млрд юаней или в рублевом эквиваленте 433,706 млрд или 2,3% от общего объема рынка в обращении.



Основные показатели выпусков облигаций, номинированных в юанях

Эмитент	Рейтинг	Срок до оферты / погашения, лет	Объем, млрд юаней	Купонный период	Ставка купона, % годовых
ОК РУСАЛ	A+ (RU) / -	2 / 5	2.0	182	3.90%
		2 / 5	2.0	182	3.90%
		2,5	6.0	182	3.75%
		3	1.0	182	3.95%
		3	3.0	182	3.85%
ХК Металлоинвест	AAA (RU) / -	2	1.0	91	3.10%
		5	1.0	91	3.70%
		3	1.0	182	3.25%
ПАО "НК Роснефть"	- / ruAAA	3 / 10	15.0	182	3.05%
ПАО "ПОЛЮС"	- / ruAAA	5	4.6	182	3.80%
ПАО "Сережа Групп"	- / ruA+	3 / 15	0.5	182	4.15%
ЕАБР	AAA(RU) / -	3	1.9	182	3.50%
АО «ЮГК»	AA-(RU) / ruAA-	2	0.70	182	3.95%
ГМК Норильский Никель	- / ruAAA	3	4.0	182	3.95%
		3.0 / 3.5	5.0	182	3.75%
МФК Быстроденьги	- / -	3.5	0.018	30	8.00%
Аольфа-Банк	AA+(RU)/ruAA+	2	0.85	182	4.00%

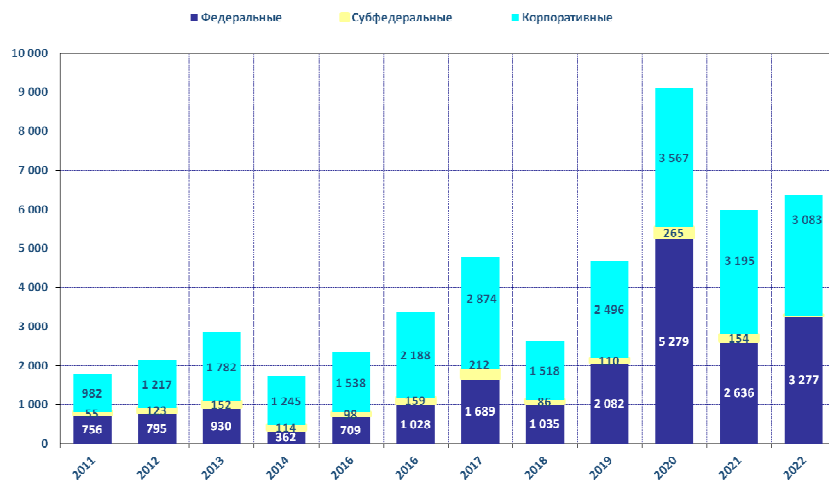
Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



Основные показатели первичного рынка

Объем первичных размещений рублевых облигаций по итогам 2022г. составил, по нашим оценкам, около 6,361 млрд руб., что на 18% выше показателя 2021 года. При этом первичный рынок ОФЗ показал максимальный рост в размере 30,7%, благодаря рекордному объему размещения в 4 квартале прошедшего года. Рынок корпоративных облигаций повысился на 13,0%. На рынке субфедеральных облигаций прошло два первичных размещения на сумму 1,088 млрд руб., что на 99,3% ниже уровня 2021 года.

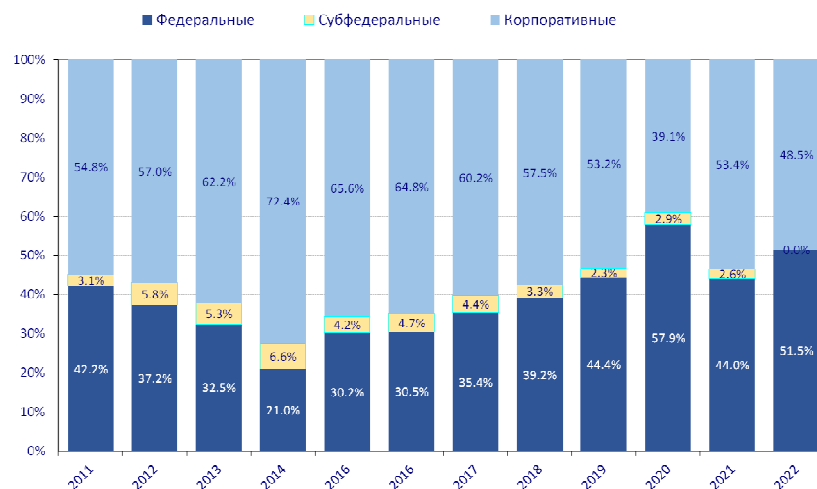
Объем первичного размещения облигаций в 2011–2022гг., млрд руб.



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

На долю ОФЗ пришлось 51,5% от общего объема размещений (44,0% по итогам 2021 года). Это второй в новейшей истории рынка случай, когда объем размещения ОФЗ превысил объем размещения корпоративных облигаций (предыдущее превышение было зафиксировано по итогам 2020г. с долей 57,8%). На долю корпоративных и субфедеральных облигаций пришлось 48,5% и 0,02% (45,1% и 2,9% по итогам 2021 года) соответственно.

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



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



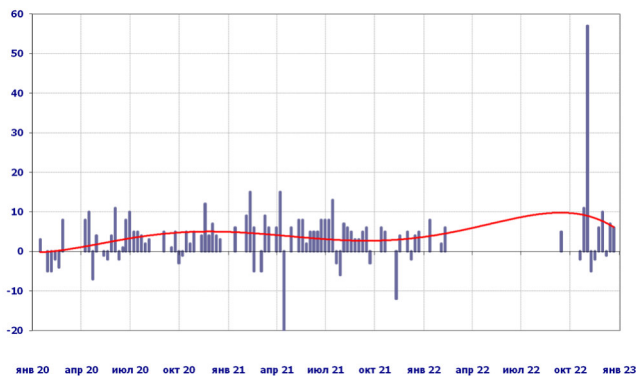
В январе – феврале 2022г. состоялось три аукционных дня, когда было размещено четыре выпуска на общую сумму порядка 124 млрд руб. Эмитент по два раза в каждом месяце отказывался от проведения аукционов на фоне неблагоприятной конъюнктуры в условиях повышенной волатильности, а после повышения Банком России 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.**

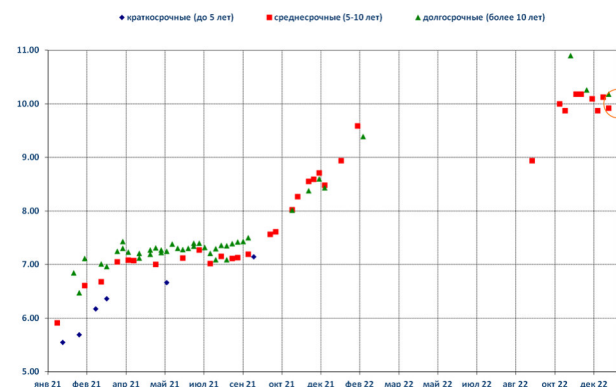
На аукционах 21 сентября инвесторам были предложены два выпуска ОФЗ-ПД: серии 2637 с погашением в 2029г. и серии 26240 с погашением в 2036г. в объеме 20 и 10 млрд руб. по номинальной стоимости соответственно. Однако, оба аукциона **были признаны Минфином РФ несостоявшимися в связи с отсутствием заявок 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., составило 25%.

Средняя «премия» по доходности, б.п



Доходность при размещении ОФЗ., % годовых



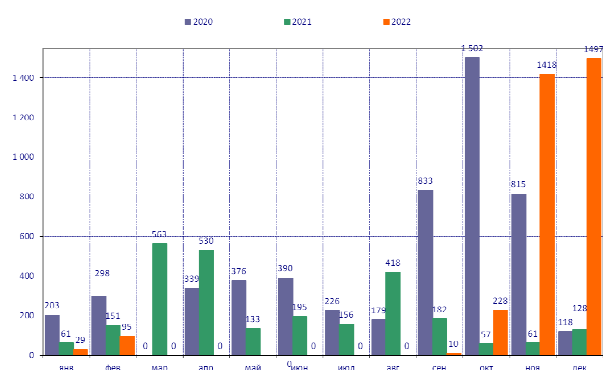
На VI квартал 2022г. Минфин РФ установил достаточно скромный план привлечения в размере 150 млрд руб., при этом размещение ОФЗ возобновилось только с середины октября. А с конца октября эмитент перешел к тактике проведения безлимитных аукционов сразу по трем выпускам ОФЗ-ПК, ОФЗ-ПД и ОФЗ-ИН. Новые три выпуска ОФЗ-ПК пользовались крайне высоким спросом со стороны инвесторов. Если на размещение выпуска 29021 (объемом 500 млрд руб.) потребовалось 6 аукционов, то для размещения выпусков 29022 и 29023 понадобилось всего по два дня: первый для размещения осинового выпуска (по

750 млрд руб.) и второй день – для дополнительного выпуска (по 250 млрд руб.). Размещения основных выпусков приходили 16 ноября и 7 декабря, когда были зафиксированы рекордные объемы размещений ОФЗ за всю историю рынка, составившие порядка 823 и 809 млрд руб. соответственно.

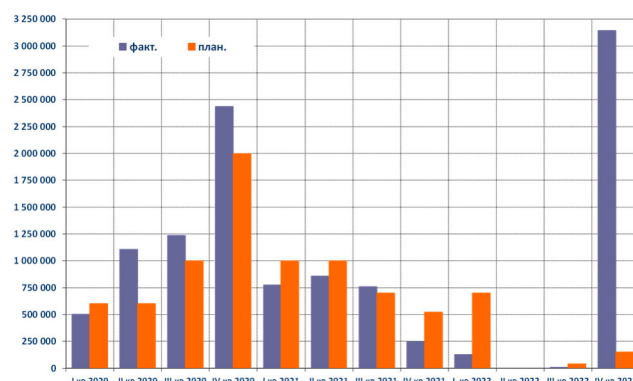
В результате по итогам десяти состоявшихся в октябре - декабре т.г. аукционных дней объем размещения Минфином РФ гособлигации составил порядка 3 143,224 млрд руб., обеспечив почти в 21 раз перевыполнение «плана» привлечения на рынке ОФЗ в IV квартале 2022г. Это стало рекордным объемом размещения за квартал, при этом 79,5% пришлось на три выпуска ОФЗ-ПК.

С начала 2022 года Минфин разместило ОФЗ на общую сумму порядка 3 281,303 млрд руб. **или 100,65% от первоначально установленного плана заимствования на 2022г. в объеме 3 260 млрд руб.**

Размещение ОФЗ помесячно, млн руб.



Объемы размещения ОФЗ по-квартально, млн руб.

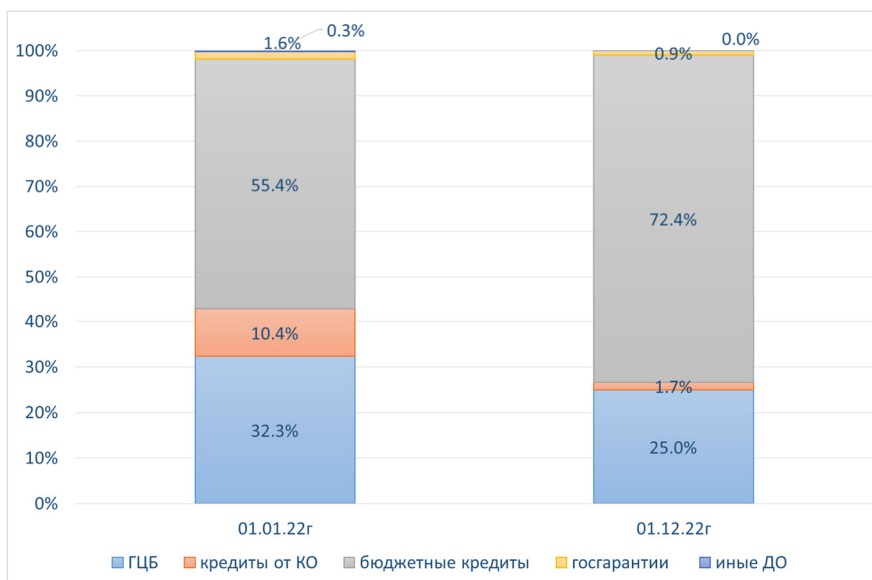


Источник: Минфин РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

В течение первых 11 месяцев 2022г. размещения субфедеральных облигаций не проводились, а возможность субъектов РФ рефинансировать рыночные займы и кредиты за счет льготных государственных кредитов, объем и доля которых выросла с начала года на 1 декабря 2022г. почти на 600 млрд руб. и 43,7% соответственно, существенно снизило возможность какой-либо активности на этом рынке в прошедшем году.

Объем и структура внутреннего государственного долга субъектов РФ

Виды ДО	Объем, млрд руб. по состоянию на:		Изменение	
	01.01.2022	01.12.2022	млрд руб.	%
государственные ценные бумаги	799.85	679.31	-120.54	-15.1%
кредиты от КО	257.56	46.01	-211.56	-82.1%
бюджетные кредиты	1 371.47	1 971.17	599.70	43.7%
госгарантии	39.28	25.11	-14.17	-36.1%
иные ДО	6.34	0.08	-6.26	-98.7%
Всего	2 474.50	2 721.68	247.17	10.0%

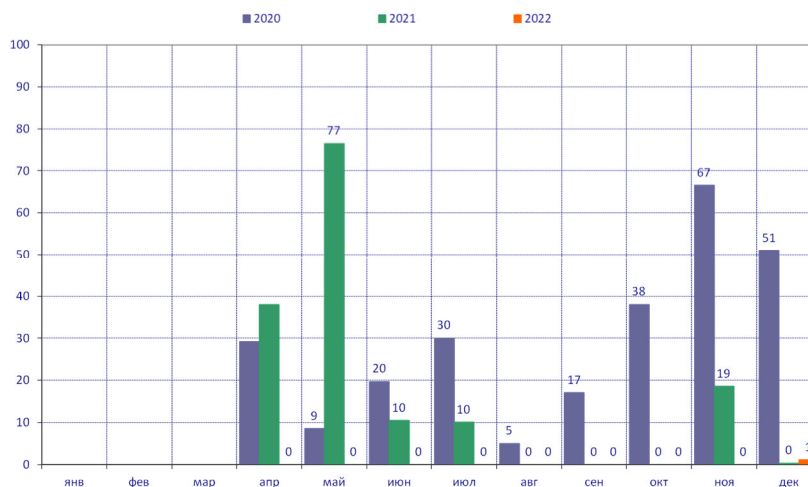


Источник: Минфин РФ, расчет ООО «БК РЕГИОН»

Тем не менее, в декабре 2022г. два субъекта РФ разместили облигационные займы на Московской бирже. 20 декабря сбор заявок на 7-ми летние облигации с амортизацией долга объемом 500 млн руб. провела Калининградская область с маректируемым диапазоном ставки купона на уровне 10,30-10,50% годовых (доходность 10,66-10,88% годовых). По итогам сбора заявок ставка купона была установлена на уровне 10,35% годовых, что соответствует доходности на уровне 10,72% годовых и спреда к G-кривой ОФЗ в размере 172 б.п. при дюрации 4,2 года. Техническое размещение выпуска в объеме 88,469 млн руб. состоялось 23 декабря 2022г.

21 декабря сбор заявок на 5-и летние облигации с амортизацией долга объемом 2 млрд руб. провела Магаданская область с маректируемым уровнем ставки купона на уровне не выше 10,61% годовых (доходность не выше 11,04% годовых). По итогам сбора заявок ставка купона была установлена на уровне 10,61% годовых, что соответствует доходности на уровне 11,04% годовых и спреда к G-кривой ОФЗ в размере 285 б.п. при дюрации 3,23 года. Техническое размещение выпуска в объеме 1 млрд руб. состоялось 23 декабря 2022г.

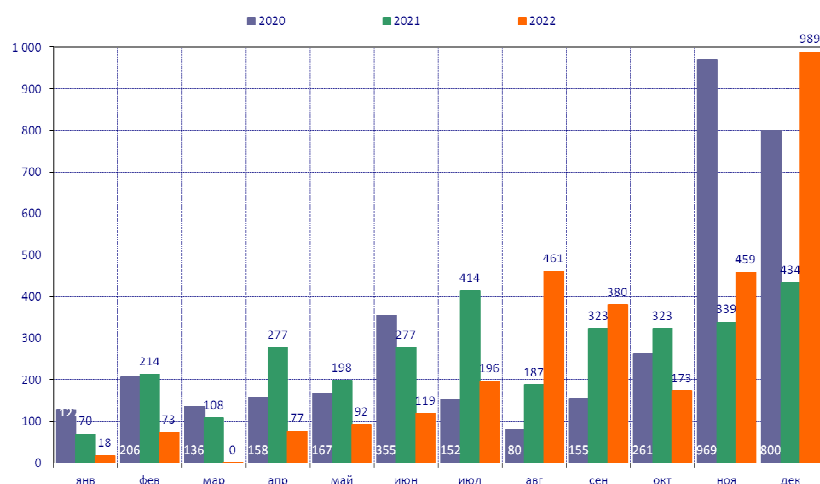
Ежемесячные объемы размещения субфедеральных облигаций, млн руб.



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

На **первичном рынке корпоративных облигаций** (без учета краткосрочных выпусков ВТБ и ВЭБ.РФЭ, «замещающих» облигаций) в 2022г. объем размещения на Московской бирже и на внебиржевом рынке составил порядка 3 083,122 млрд руб., которые пришлось на 649 выпуска 169 эмитентов. При этом на долю 287 биржевых размещений 125 эмитентов пришлось более 76,1% от общего объема размещений. 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.



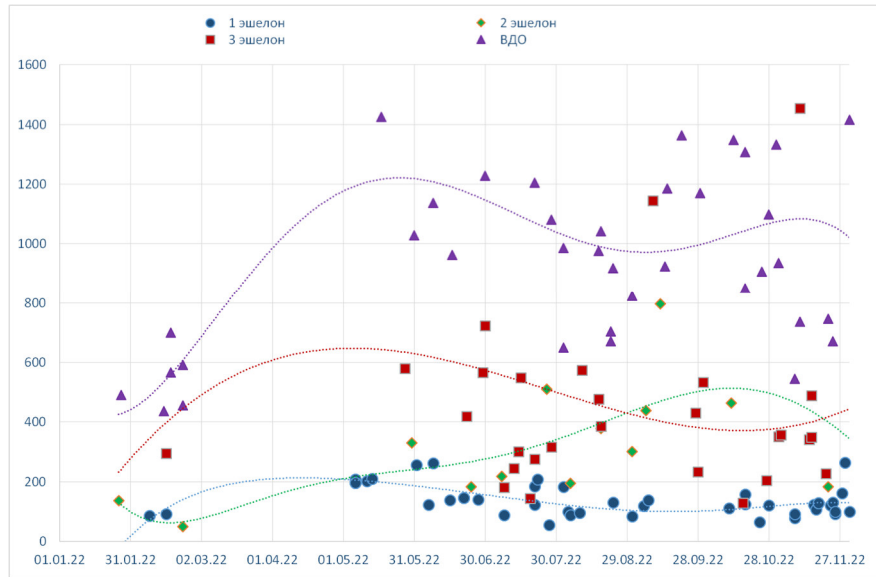
Источники: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

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

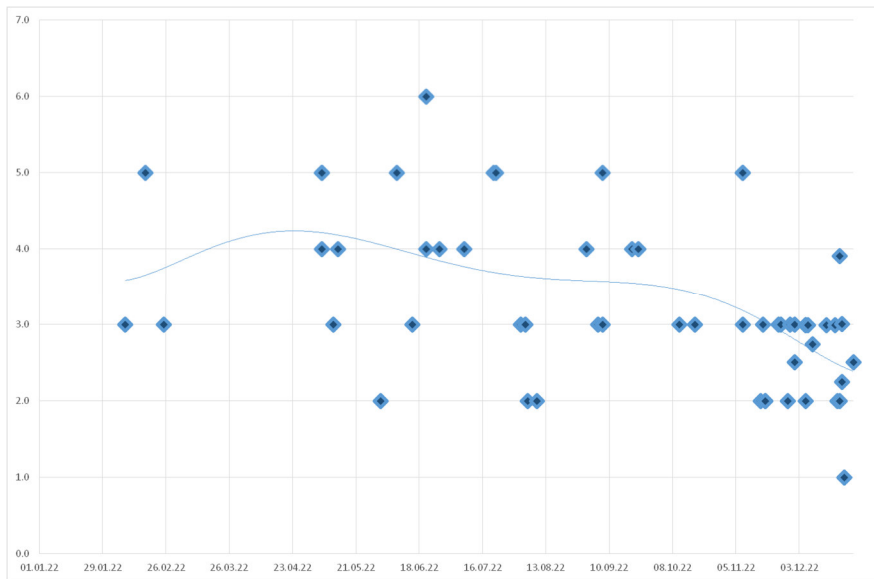
- пик активности пришелся традиционно на ноябрь – декабрь 2022г., при этом в последнем месяце был зафиксирован абсолютный рекорд (более 989,2 млрд руб.) за всю историю. Кроме того, высокая активность была в август – начале сентября т.г. (что не характерно для этих месяцев), что произошло на фоне резкого снижения ключевой ставки в предыдущие месяцы и ожиданий ее дальнейшего снижения на сентябрьском заседании и до конца года
- высокую активность эмитентов банковского сектора по размещению инвестиционных и структурных облигаций в начале года и после возобновления торгов на фоне высокой волатильности и неопределённости;
- высокая волатильность спредов при первичных размещениях в течение всего года: резкое расширение спредов после их возобновления в начале мая и их резкое сужение, которое наблюдалось в июне – сентябре, и вновь расширение спредов в конце года;
- рост активности компаний реального сектора, доля которых в общем объеме размещения составила порядка 54,7%;
- высокая активность компаний первого эшелона (с доле порядка 54,5%);
- размещение облигаций в китайских юанях, объем которых составил порядка 433,7 млрд руб. или 15,6% от общего объема размещения) – новая тенденция на рынке;
- размещенное «замещающих» облигаций по российскому праву, совпадающие по условиям обращения с еврооблигациями, - еще один тренд первичного рынка в конце года и ближайшее время. Объем размещения в 2022г. составил порядка 470,2 млрд руб. или 16,9% от общего объема размещения;
- сохранение тенденции к ограничению дюрации размещаемых выпусков преимущественно 2-3,5 годами.



Спреды к G-кривой ОФЗ на первичном рынке корпоративных облигаций в 2022г., б.п.



Сроки размещения корпоративных облигаций 1-го эшелона в 2022г., лет



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Самыми крупными заемщиками на Московской бирже стали: ДОМ.РФ / ДОМ.РФ ИА (8 выпусков на общую сумму 456,88 млрд руб. или 16,4% от общего объема размещения), Газпром Капитал (активно размещающий «замещающие» облигации), НК Роснефть (разместившая крупнейший выпуск в юанях объемом 15 млрд, что было эквивалентно 128,321 млрд руб., 10,9%), на третьем месте – Госкорпорация ВЭБ.РФ, которая размещала крупные займы с плавающим купоном и «зеленые» облигации (общая сумма более 155,5 млрд руб. или 5,6%). На долю двадцати крупнейших эмитентов по итогам года приходится 76,1% от общего объема размещения.



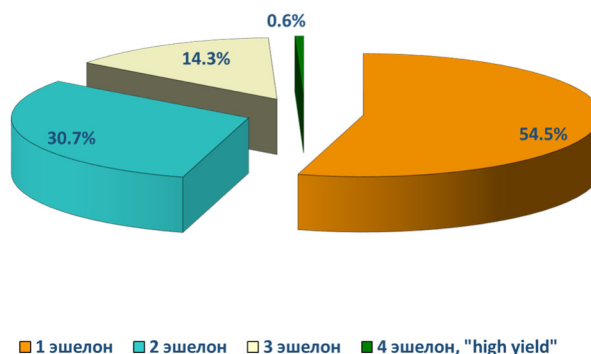
Таблица. Крупнейшие корпоративные заемщики на рынке облигаций в первой половине 2022г.

№ п.п.	Эмитент	Объем в размещения, млн руб.	Доля рынка, %	Количество выпусков	Доля, %
1	ДОМ.РФ / ДОМ.РФ ИА	456 876.7	16.4%	20	6.5%
2	Газпром Капитал	301 711.5	10.9%	11	3.6%
3	ВЭБ.РФ	155 579.2	5.6%	14	4.6%
4	НК Роснефть	128 320.8	4.6%	1	0.3%
5	РУСАЛ ОК	126 248.5	4.5%	5	1.6%
6	ЕАБР	122 990.8	4.4%	6	2.0%
7	Сбербанк	102 808.5	3.7%	40	13.0%
8	НК ЛУКОЙЛ	96 548.8	3.5%	5	1.6%
9	ФСК - Россети	80 000.0	2.9%	5	1.6%
10	МТС	65 000.0	2.3%	5	1.6%
11	НорНикель	61 975.3	2.2%	2	0.7%
12	РусГидро	55 000.0	2.0%	3	1.0%
13	ННК	53 723.8	1.9%	1	0.3%
14	Почта России	50 000.0	1.8%	4	1.3%
15	Сегежа	46 398.6	1.7%	6	2.0%
16	Ростелеком	45 000.0	1.6%	4	1.3%
17	МЕТАЛЛОИНВЕСТ	43 280.4	1.6%	4	1.3%
18	Совкомфлот	42 444.6	1.5%	2	0.7%
19	Автодор	40 464.0	1.5%	3	1.0%
20	Полюс	40 119.7	1.4%	1	0.3%

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

По нашим оценкам, доля размещенных в течение 2022г. 134 выпусков облигаций эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) составляла 54,5% от общего объема (60,0% по итогам 2021г. в целом). Доля облигаций второго и третьего эшелонов (48 и 53 выпуска соответственно) составила 30,7% и 14,3% соответственно. Порядка 0,6% приходилось на 52 выпуска эмитентов ВДО.

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



Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»



Обороты вторичного рынка

По итогам 2022г. объем биржевых сделок с рублевыми облигациями составил 5 167,2 млрд руб., что на 17,8% ниже показателя за предыдущий год. При этом в сегменте федеральных и корпоративных облигаций наблюдалось снижение объема сделок на 20,7% до 3,637 млрд руб. и на 6,9% до 1 485,2 млрд руб. соответственно. Максимальное снижение объема сделок было зафиксировано на 54,1% в субфедеральном сегменте, что связано, прежде всего, с отсутствием первичных размещений практически в течение последних 1,5 лет до декабря прошлого года, когда прошло всего два размещения на 1,09 млрд руб. Правда, и объем сделок с ними крайне мал – около 47,6 млрд руб. или всего 0,9% от общего объема. На долю гособлигаций пришлось около 70,3% от суммарного объема, на долю корпоративных облигаций – 28,8%, 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.

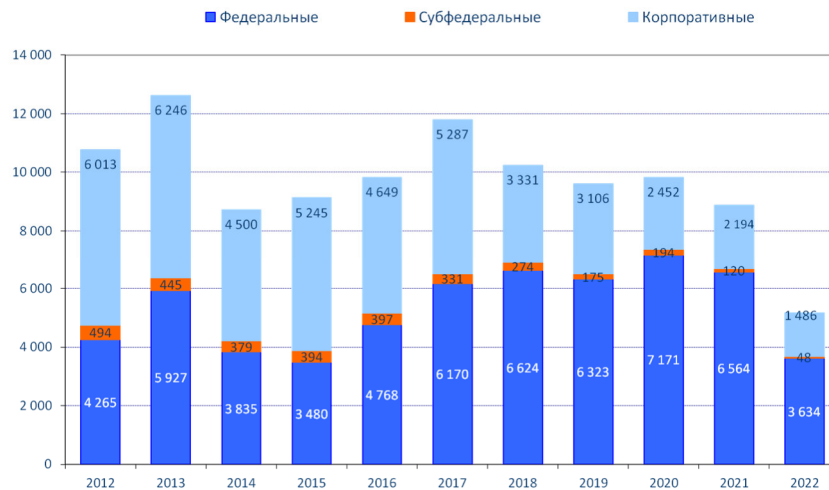
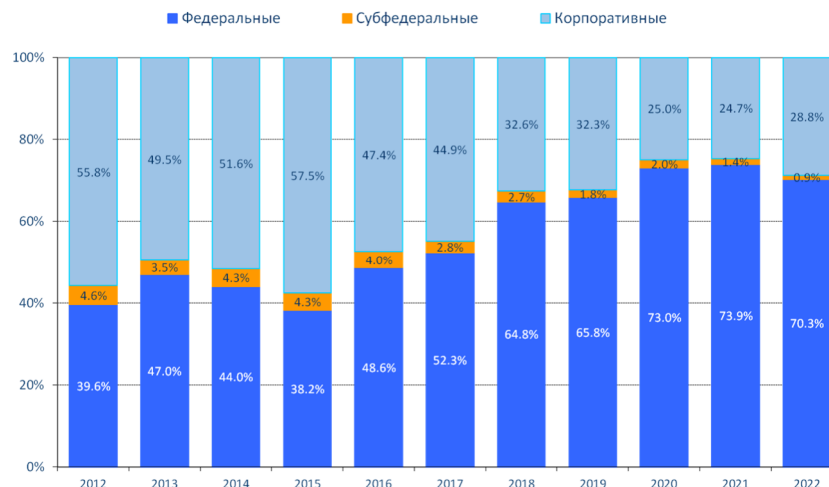


Рисунок. Структура биржевых сделок с облигациями, в % от суммарного объема

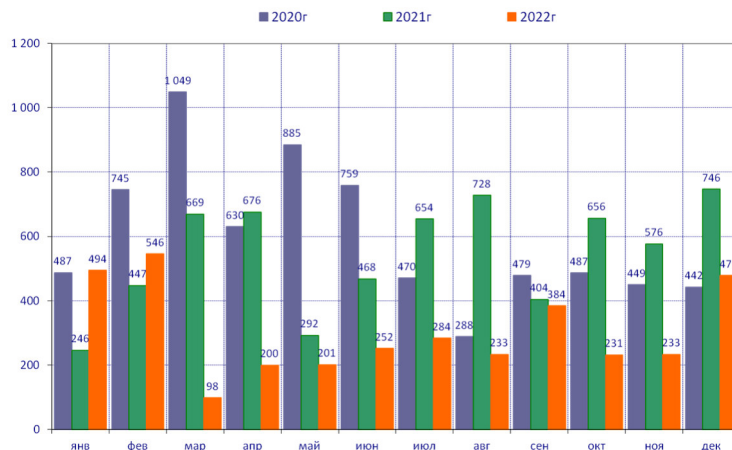


Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



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 11,6 млрд руб. – в марте – ноябре (24,8 млрд руб. среднедневной объем сделок в 2021г.). Исключением стал декабрь, когда объем сделок вырос до 22,8 млрд руб. был отмечен в сентябре т.г.

Объем торгов с ОФЗ, млрд руб.

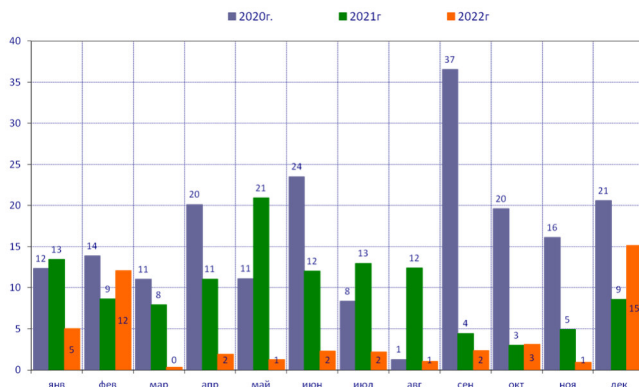


Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

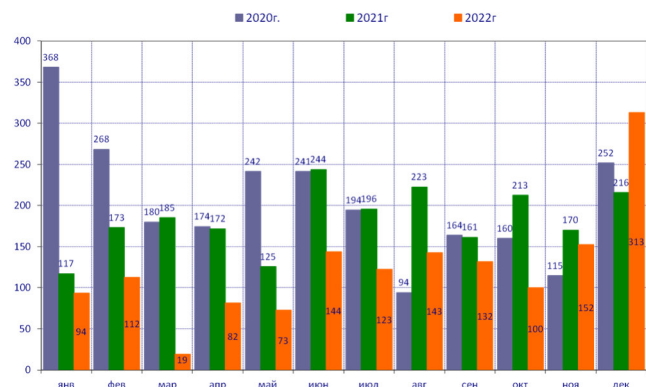
На вторичном рынке **субфедеральных облигаций** в 2022г. были зафиксированы минимальные объемы сделок, которые снизились до 84 млн руб. в среднем за день в марте – сентябре, 203 млн руб. в октябре – декабре против 400 млн руб. в январе – феврале т.г. (и против 0,45 млрд руб. в 2021г.). На рынке корпоративных облигаций объем сделок в среднем за день снизился до 6,05 млрд руб. против 8,3 млрд руб. в 2021г. Исключением стал декабрь прошлого года, когда среднедневные объемы достигали 721 млн и 14,9 млрд руб. на субфедеральном и корпоративных рынках соответственно.

Объем биржевых торгов, млрд руб.

с субфедеральными облигациями



с корпоративными облигациями



Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



Рейтинговые действия

Основные показатели рейтинговых действий, проведенных в 2022 г. в отношении российских компаний - нефинансовых и финансовых организаций, а также региональных и муниципальных заемщиков.

- ✓ За 2022 г. были совершены действия в отношении 830 рейтингов категорий «AAA / B-». В целом на рынке преобладают **действия в отношении рейтингов более качественного уровня**: 466 рейтингов на уровне «AAA / A-» по сравнению с 364 рейтингами на уровне «BBB+ / B-».
- ✓ Что касается **присвоения новых рейтингов**, то с начала года было присвоено больше **новых рейтингов более низкой категории** «BBB+ / B-», а именно 62, против 54 категории «AAA / A-». **В совокупности с** начала года российские РА отзывали 98 кредитных рейтингов, повысили 81 рейтинг, понизили – 38 рейтингов.

Рейтинговое действие	1 кв. 2022	2 кв. 2022	3 кв. 2022	4 кв. 2022	ИТОГО
Присвоен	24	20	21	51	116
Подтвержден	90	130	131	141	492
Подтвержден с улучшением прогноза	7	11	18	18	54
Подтвержден с ухудшением прогноза	8	11	8	10	37
Повышен	11	3	10	31	55
Повышен с улучшением прогноза	1	1	2	0	4
Повышен с ухудшением прогноза	4	2	5	11	22
Понижен	1	11	7	7	26
Понижен с улучшением прогноза	0	6	3	0	9
Понижен с ухудшением прогноза	0	2	0	1	3
Рейтинг на пересмотре					12
ИТОГО	146	197	205	270	830
Отозван	12	31	23	32	98

- ✓ На конец 2022 г. по 776 подтвержденным/пересмотренным/присвоенным рейтингам установлены стабильный и позитивный прогнозы.

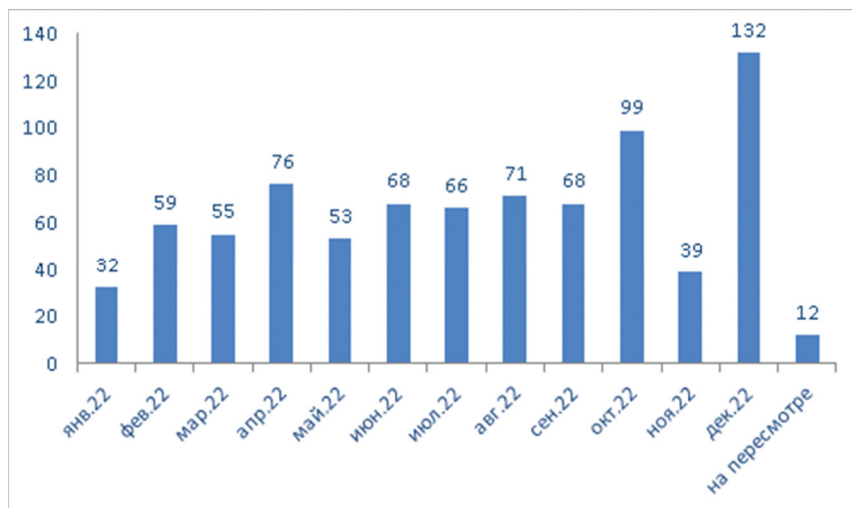
Уровень рейтинга	Итого		Уровень рейтинга	Итого		Прогноз	Количество рейтингов с прогнозом
	количество рейтингов на 31/12/22	Присвоено новых с 01/01/2022		количество рейтингов на 31/12/22	Присвоено новых с 01/01/2022		
AAA	104	7	BBB+	62	9	По эмитентам с рейтингами от (B-) до (AAA)	
AA+	37	6	BBB	56	5		
AA	61	5	BBB-	45	3		
AA-	37	6	BB+	48	10		
A+	85	11	BB	42	8		
A	64	8	BB-	33	9		
A-	78	11	B+	37	10		
			B	24	6		
			B-	17	2		
			B-	17	2		
ИТОГО	466	54		364	62	ИТОГО	830
						Стабильный	707
						Позитивный	69
						Негативный	19
						На пересмотре	35

- ✓ Декабрь 2022 г. стал самым насыщенным месяцем на рейтинговые действия. Всего было совершено 132 действия, в том числе 98 подтверждено, 17 присвоено, понижено - 5, повышено и отозвано – по 12 рейтингов.
- ✓ Из совершенных в декабре 132 рейтинговых действий 63 действия были совершены в отношении рейтингов **российских эмитентов долга**. Из них **у пяти эмитентов были отозваны рейтинги**. По одному эмитенту рейтинг поставлен на пересмотр. **Трем эмитентам присвоены рейтинги**.
- ✓ По 45 эмитентам были **подтверждены** ранее присвоенные рейтинги, из них по **пяти эмитентам** прогноз был улучшен и **изменен на «Позитивный»**, по **одному эмитенту** прогноз ухудшен и **изменен**



на «Негативный». По четырем эмитентам были повышены рейтинги, по двум эмитентам - понижены рейтинги.

Общее количество рейтинговых действия в 2022г.



Источник: рейтинговые агентства, расчёты БК РЕГИОН

- ✓ Всего на российском рублевом рынке обращаются 1915 выпусков **363 корпоративных эмитентов долговых ценных бумаг**. Из представленных на рынке эмитентов 124 не имеют кредитных рейтингов. 153 эмитентам присвоены рейтинги высоких категорий (от А- до AAA), 86 эмитентов рейтинги категорий (В- / ВВВ+) одного или нескольких агентств. При наличии рейтингов от двух и более РА учитывается наиболее низкий.

СЕКТОР	Количество эмитентов	Уровень рейтинга	Количество эмитентов
Банки	40	Нет рейтингов	124
Финанс.сервисы	40	В-	3
Строительство	32	В	4
Лизинг	30	В+	5
Пищевая промышленность и с/х	26	ВВ-	10
Ритейл	24	ВВ	11
Нефтегазовый	22	ВВ+	11
Машиностроение	20	ВВВ-	9
Транспорт	16	ВВВ	14
Электроэнергетика	16	ВВВ+	19
Металлургический	14	А-	23
Технологии	13	А	17
Финансовые посредники	13	А+	25
Прочие	12	АА-	17
Недвижимость	9	АА	14
Телекоммуникации	9	АА+	13
Химпром, минудобрения	9	ААА	44
ЖКХ	8		
Горнодобыча	4		
Фармацевтика	4		
Медицина, здоровье	2		
ИТОГО	363	ИТОГО	363



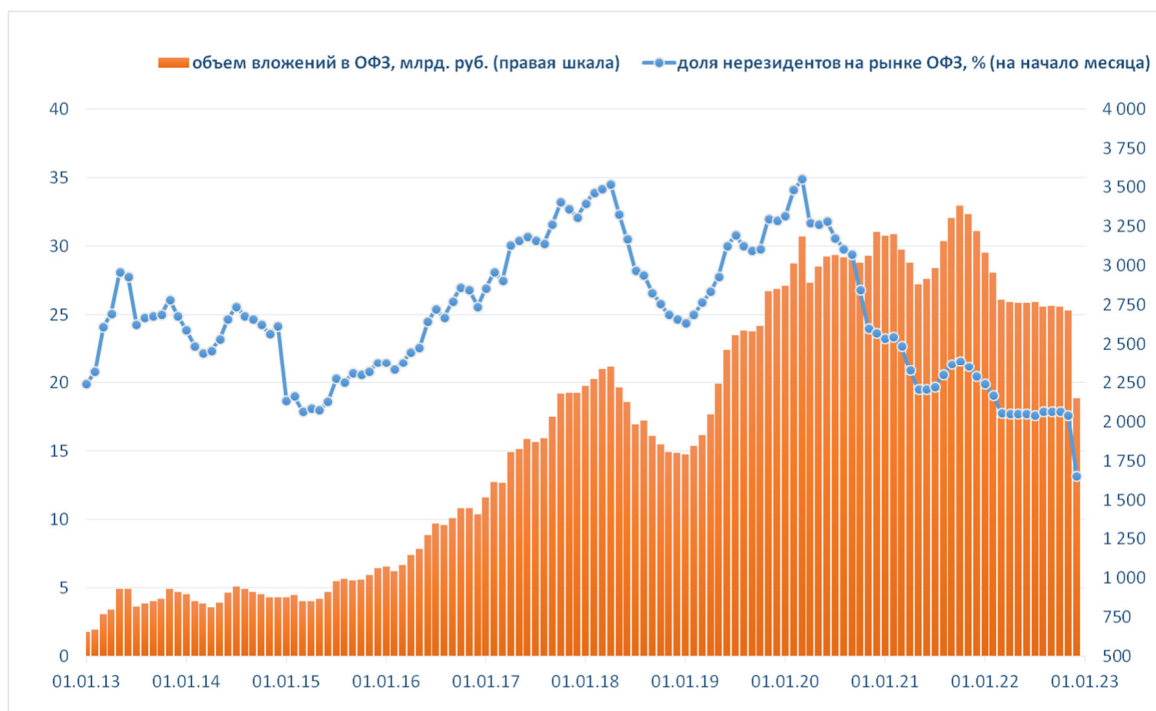
Рейтинговые действия в отношении ЭМИТЕНТОВ публичного долга в декабре 2022 г. – январе 2023 г.

РЕЙТИНГОВЫЕ ДЕЙСТВИЯ В ДЕКАБРЕ 2022								
Дата	Компания	Рейтинг	Прогноз	Действие по рейтингу	РА	Эмитент (ДА/НЕТ)	Количество выпусков в обращении	Объем в обращении, млрд руб.
01.12.2022	Группа Продовольствие	B+(RU)	Стабильный	Подтвержден	АКРА	ДА	2	0,143
01.12.2022	Минфин Нижегородской области	ruA	Стабильный	Подтвержден	Эксперт РА	ДА	5	41,5
01.12.2022	Минфин Республики Коми	A(RU)	Стабильный	Повышен, прогноз Ухудшен	АКРА	ДА	1	10
01.12.2022	Трансфин-М	BBB+(RU)	Позитивный	Подтвержден, прогноз Улучшен	АКРА	ДА	17	51,74
01.12.2022	Селигдар	A+.ru	Стабильный	Подтвержден	НКР	ДА	1	10
01.12.2022	АКБ Держава	BBB-(RU)	Стабильный	Подтвержден	АКРА	ДА	2	2,5
02.12.2022	ФПК	AA+(RU)	Стабильный	Подтвержден	АКРА	ДА	5	38,5
02.12.2022	РН Банк	AAA(RU)	На рассмотрении		АКРА	ДА	4	31
02.12.2022	Росселимбанк	AA(RU)	Стабильный	Подтвержден	АКРА	ДА	5	41,17
05.12.2022	Нижнекамскнефтехим	ruAAA	Стабильный	Подтвержден	Эксперт РА	ДА	2	32,2
06.12.2022	Минфин Свердловской области	A+(RU)	Позитивный	Подтвержден	АКРА	ДА	9	53,5
08.12.2022	Патриот Групп	BBB-.ru	Позитивный	Подтвержден, прогноз Улучшен	НКР	ДА	1	0,041
08.12.2022	Завод Кризалэнергострой	B+.ru	Негативный	Понижен, прогноз Ухудшен	НКР	ДА	2	0,262
08.12.2022	Первый ювелирный – драгоценные металлы			Отозван	Эксперт РА	ДА	3	0,38
08.12.2022	ИКС 5 ФИНАНС	ruAAA	Стабильный	Подтвержден	Эксперт РА	ДА	8	94
09.12.2022	МОЭК	AA+(RU)	Стабильный	Присвоен	АКРА	ДА	5	25
09.12.2022	Проект-Град	ruA-	Стабильный	Подтвержден	Эксперт РА	ДА	1	0,5
09.12.2022	Главная дорога	ruA	Стабильный	Присвоен	Эксперт РА	ДА	3	13,35
09.12.2022	Мостотрест			Отозван	Эксперт РА	ДА	2	10
09.12.2022	РЖД	ruAAA	Стабильный	Подтвержден	Эксперт РА	ДА	54	1080,2
09.12.2022	МКБ	A+.ru	Стабильный	Подтвержден	НКР	ДА	11	42,17
12.12.2022	Элит Строй	ruBBB	Стабильный	Подтвержден	Эксперт РА	ДА	1	1
12.12.2022	Элемент Лизинг	A-(RU)	Стабильный	Подтвержден	АКРА	ДА	1	2,5
12.12.2022	Банк ФК Открытие	AA(RU)	Стабильный	Подтвержден	АКРА	ДА	18	120,37
13.12.2022	Правительство Москвы	AAA(RU)	Стабильный	Подтвержден	АКРА	ДА	3	115,43
13.12.2022	МТС	ruAAA	Стабильный	Подтвержден	Эксперт РА	ДА	17	184
14.12.2022	АКБ Металлинвестбанк	A-(RU)	Стабильный	Подтвержден	АКРА	ДА	2	2,86
14.12.2022	Лайм-Займ	ruBB-	Стабильный	Повышен, прогноз Ухудшен	Эксперт РА	ДА	2	0,74
14.12.2022	ГК ЕКС	BBB(RU)	Стабильный	Подтвержден	АКРА	ДА	1	1,5
14.12.2022	Ато мстройко мплекс-Строительство	BBB+(RU)	Позитивный	Подтвержден, прогноз Улучшен	АКРА	ДА	2	2,15
14.12.2022	ДелоПортс	ruAA-	Стабильный	Подтвержден	Эксперт РА	ДА	2	11,2
14.12.2022	Департамент финансов ХМАО - Югры	AAA(RU)	Стабильный	Подтвержден	АКРА	ДА	2	3,4
14.12.2022	Уральская сталь	A-(RU)	Стабильный	Присвоен	АКРА	ДА	1	10
14.12.2022	ТРАНСКАПИТАЛБАНК	BBB-.ru	Позитивный	Подтвержден, прогноз Улучшен	НКР	ДА	1	2
15.12.2022	ИСК Автобан	A(RU)	Стабильный	Повышен, прогноз Ухудшен	АКРА	ДА	3	9
15.12.2022	Акрон	ruAA-	Позитивный	Подтвержден, прогноз Улучшен	Эксперт РА	ДА	3	20
16.12.2022	НТЦ ЕВРОВЕНТ	ruBB-	Стабильный	Подтвержден	Эксперт РА	ДА	1	0,05
16.12.2022	ЛайфСтрим	ruBBB	Стабильный	Подтвержден	Эксперт РА	ДА	1	0,3
16.12.2022	Сибстекло	BB-(RU)	Стабильный	Подтвержден	АКРА	ДА	2	0,425
16.12.2022	Солид-Лизинг			Отозван	Эксперт РА	ДА	6	1
16.12.2022	ЦППК	ruBBB+	Стабильный	Подтвержден	Эксперт РА	ДА	2	7,5
16.12.2022	Краус-М	ruBBB	Стабильный	Подтвержден	Эксперт РА	ДА	1	1
16.12.2022	Россети Центр	ruAA+	Стабильный	Подтвержден	Эксперт РА	ДА	1	5
16.12.2022	Трансконтейнер	ruAA-	Стабильный	Подтвержден	Эксперт РА	ДА	2	11,5
19.12.2022	Банк СМП	ruA	Стабильный	Подтвержден	Эксперт РА	ДА	5	35
20.12.2022	ИЭК Холдинг	ruA-	Стабильный	Подтвержден	Эксперт РА	ДА	1	2
20.12.2022	Объединенная двигателестроительная корпорация	AA-(RU)	Негативный	Подтвержден, прогноз Ухудшен	АКРА	ДА	3	12,14
21.12.2022	Ника	B-[ru]	Стабильный	Подтвержден	НРА	ДА	1	0,079
21.12.2022	Славянск ЭКО	BBB(RU)	Стабильный	Подтвержден	АКРА	ДА	1	3
21.12.2022	АВТОБАН-Финанс	ruA	Стабильный	Подтвержден	Эксперт РА	ДА	3	9
22.12.2022	Россети Центр и Приволжье	ruAAA	Стабильный	Повышен, прогноз Не изменился	Эксперт РА	ДА	1	8
22.12.2022	ТГК-1	AA+(RU)	Стабильный	Подтвержден	АКРА	ДА	1	5
22.12.2022	ТРАНСКАПИТАЛБАНК	ruBBB-	Стабильный	Подтвержден	Эксперт РА	ДА	1	2
23.12.2022	МФК КарМани	ruBB-	На рассмотрении	Подтвержден, прогноз Улучшен	Эксперт РА	ДА	2	0,595
23.12.2022	Вертолеты России			Отозван	Эксперт РА	ДА	4	25
23.12.2022	ОГК-2	ruAAA	Стабильный	Подтвержден	Эксперт РА	ДА	3	29,04
23.12.2022	КБ Моско ммерцбанк	ruB+	Стабильный	На рассмотрении	Эксперт РА	ДА	3	0,18 (USD млрд)
26.12.2022	Новые Технологии	ruBBB+	Стабильный	Подтвержден	Эксперт РА	ДА	1	0,8
26.12.2022	МаксимТелеком			Отозван	АКРА	ДА	2	5,5
26.12.2022	Банк ФК Открытие	AA+.ru	На рассмотрении	На рассмотрении, прогноз Ухудшен	НКР	ДА	18	120,37
26.12.2022	Банк ФК Открытие	AA(RU)	На рассмотрении		АКРА	ДА	18	120,37
27.12.2022	Администрация Томской области	ruBBB-	Стабильный	Понижен, прогноз Не изменился	Эксперт РА	ДА	3	13,25
27.12.2022	Антерра	ruB+	Стабильный	Подтвержден	Эксперт РА	ДА	1	0,15
ОЖИДАЕМЫЕ РЕЙТИНГОВЫЕ ДЕЙСТВИЯ В ЯНВАРЕ 2023								
Дата предыдущего обновления рейтинга	Компания	Текущий рейтинг	Текущий прогноз	Последнее рейтинговое действие	РА	Эмитент (ДА/НЕТ)	Количество выпусков в обращении	Объем в обращении, млрд руб.
13.01.2022	Россети	AAA(RU)	Стабильный	Подтвержден	АКРА	ДА	24	296
17.01.2022	Томская область	ruBBB+	Стабильный	Подтвержден	Эксперт РА	ДА	3	15
20.01.2022	Группа ЛСР	ruA	Стабильный	Подтвержден	Эксперт РА	ДА	4	25,4
20.01.2022	Yandex	AA+(RU)	Стабильный	Присвоен	АКРА	ДА	1	1,25 (млрд USD)
21.01.2022	РНКБ Банк	ruA+	Стабильный	Повышен	Эксперт РА	ДА	1	3
24.01.2022	МТС-Банк	A.ru	Стабильный	Подтвержден	НКР	ДА	2	12
27.01.2022	ПАО «ГК «САМОЛЕТ»	A-(RU)	Позитивный	Подтвержден	АКРА	ДА	9	69,18
27.01.2022	МТС	AAA.ru	Стабильный	Подтвержден	НКР	ДА	17	184
28.01.2022	ПАО "Газпром"	AAA(RU)	Стабильный	Подтвержден	АКРА	ДА	26	581,7

Нерезиденты на рынке ОФЗ

Операции нерезидентов из недружественных стран на рынке ОФЗ, по-прежнему, заморожены, поэтому изменения показателей в течение многих месяцев т.г. оставались на минимальном уровне, исключением стал ноябрь (и может стать декабрь). По данным Банка России, доля нерезидентов на рынке ОФЗ по состоянию на 1 декабря 2022 года составляла 13,2%, снизившись на 4,4 п.п. за месяц и на 6,7 п.п. с начала года. Номинальный объем гособлигаций, принадлежащих нерезидентам, на 1 декабря составил 2,151 трлн руб. при общем объеме рынка ОФЗ 16,515 трлн руб. Таким образом, с начал текущего года в номинальном выражении снижение вложений нерезидентов составило 931 млрд руб. (-30,2% с начала года), а рынок в целом вырос на 981 млрд руб. (+6,6% к началу года). Снижение доли нерезидентов на рынке ОФЗ обусловлено преимущественно общим ростом объема рынка ОФЗ за счет новых выпусков, приобретателями которых являлись исключительно резиденты, а также переводом учета прав на ценные бумаги российских эмитентов в российскую учетную инфраструктуру, в том числе по ОФЗ, - прокомментировал ситуацию Банк России. Таким образом, доля ОФЗ, находящихся в собственности иностранцев, за ноябрь снизилась до минимума с сентября 2012 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 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.

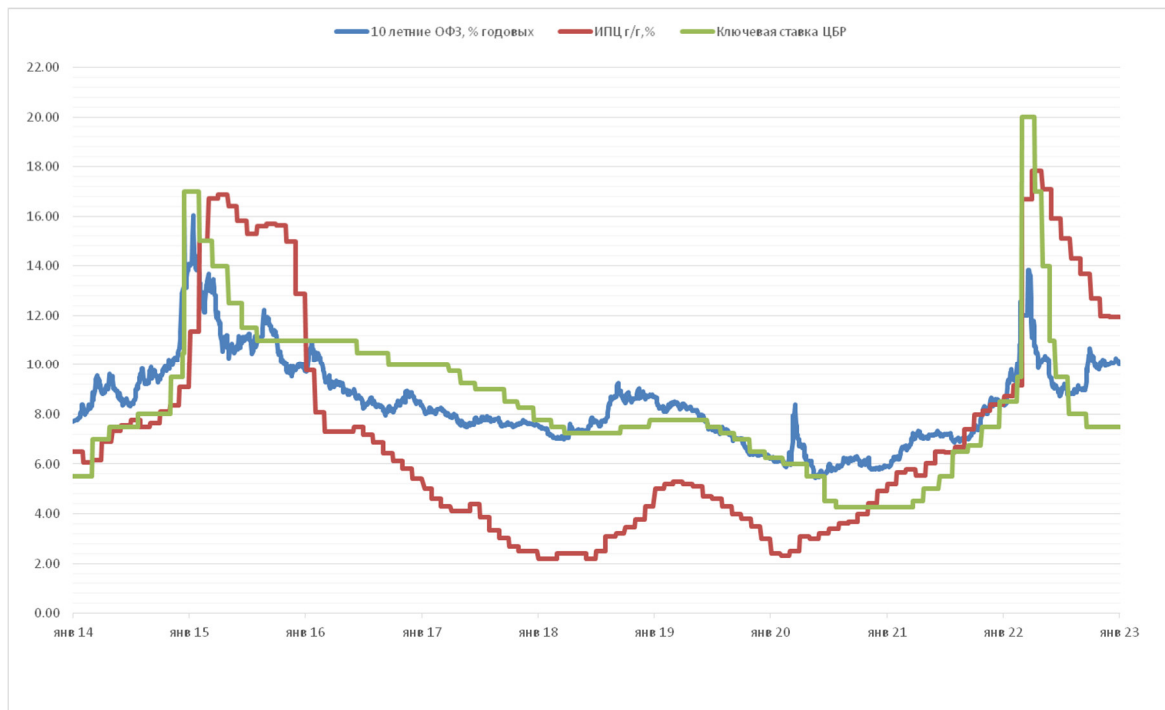
Среди внутренних факторов, оказывающих наиболее существенное позитивное влияние на рынок ОФЗ, можно назвать укрепление рубля и резкое снижение инфляции, после достижения в марте максимальных значений в размере 7,61% в месяц. В апреле инфляция снизилась до 1,56%, в мае – до 0,12%, а по итогам июня, июля 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%.

Доходность 10-и летних ОФЗ vs ИПЦ и ключевой ставкой Банка России



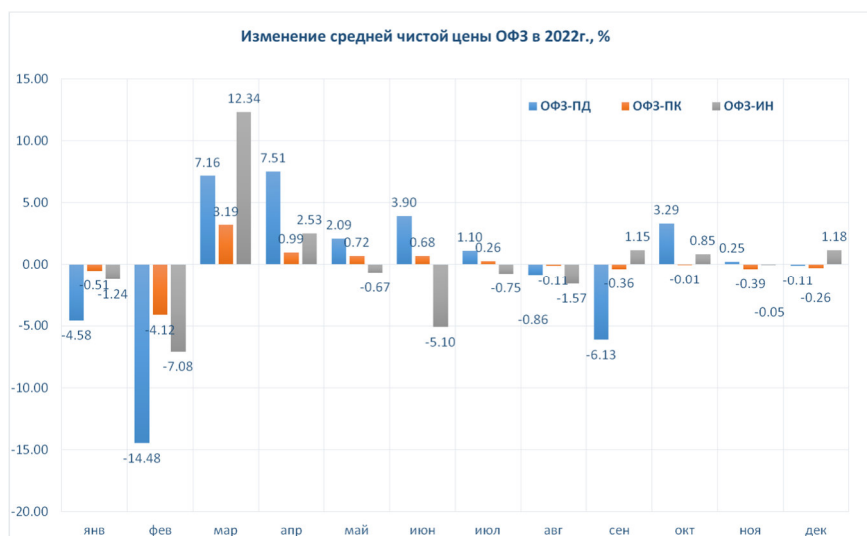
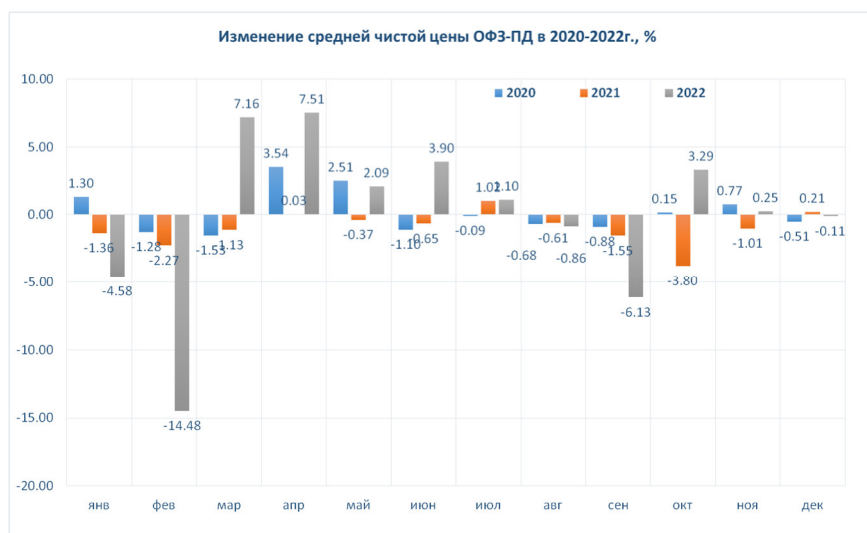
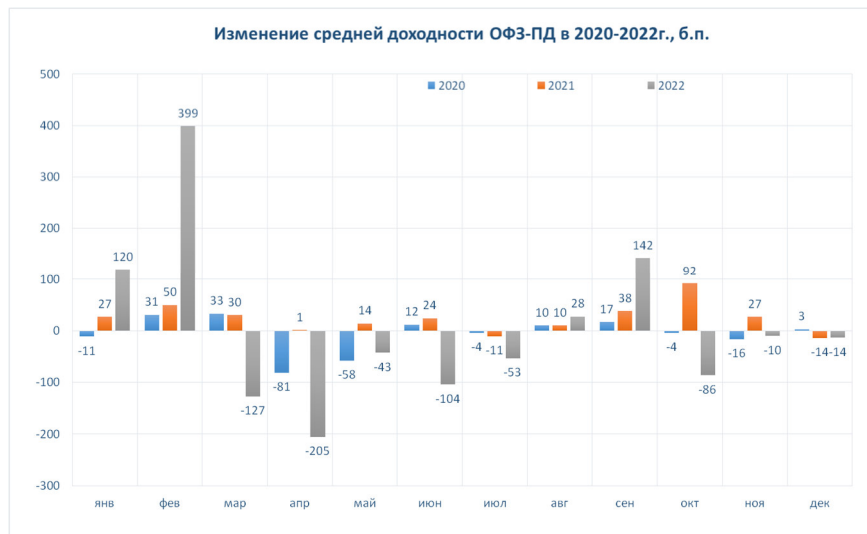
Источник: Росстат, Банк России

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).

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.



Изменение средней доходности и средней чистой цены ОФЗ

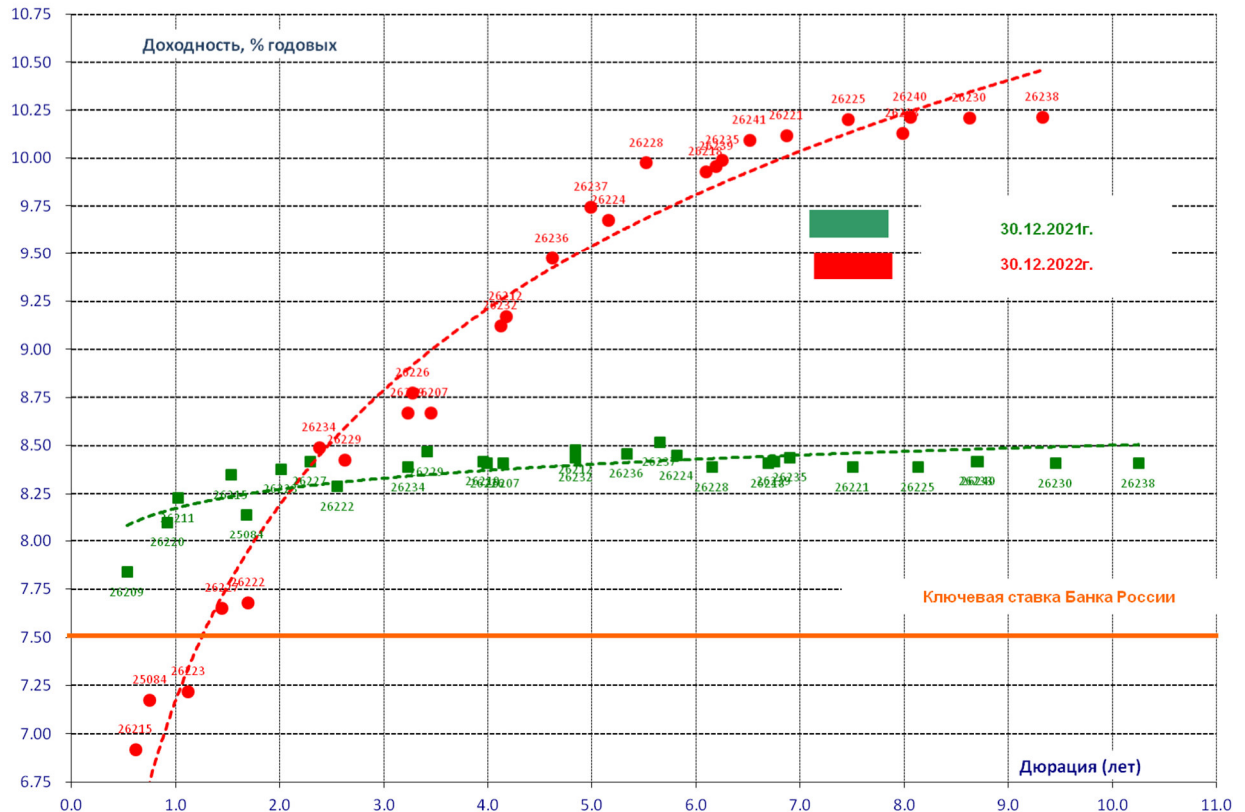


Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

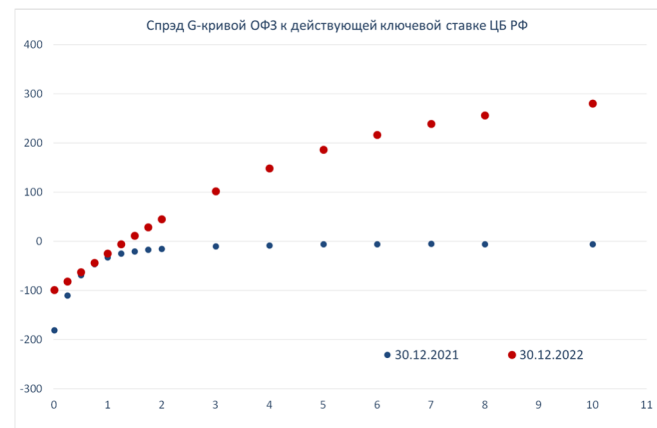
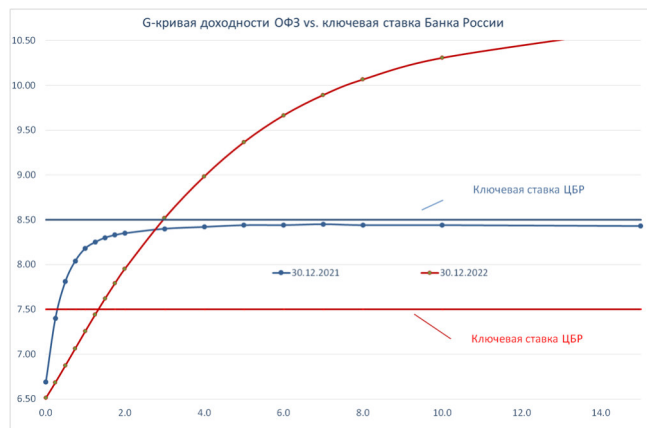


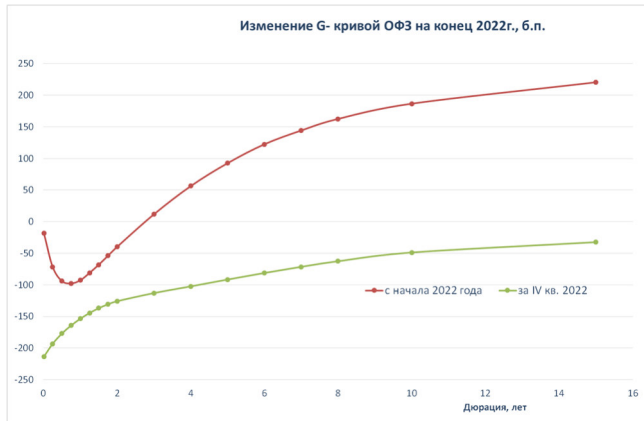
После достижения к концу сентября своих локальных максимумов доходность ОФЗ начала снижение, которое по кратко- и среднесрочным выпускам продолжилось до конца года. В то время как на долгосрочном конце «кривой» (более 10 лет) в ноябре – декабре наблюдалось повышение ставок в пределах 10-20 б.п. В результате на рынке наблюдалось беспрецедентное расширение спредов между доходностью коротких и длинных выпусков, которое достигало 300-340 б.п. в конце года против 20-30 б.п. в начале.

«Кривая» доходности ОФЗ

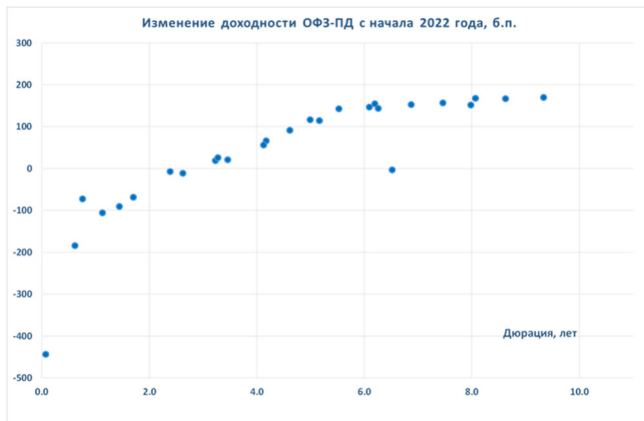


Источник: Московская биржа, Банк России, расчеты ООО БК «РЕГИОН»

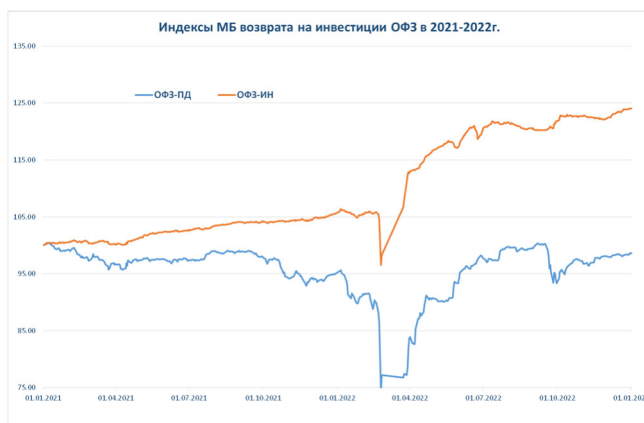
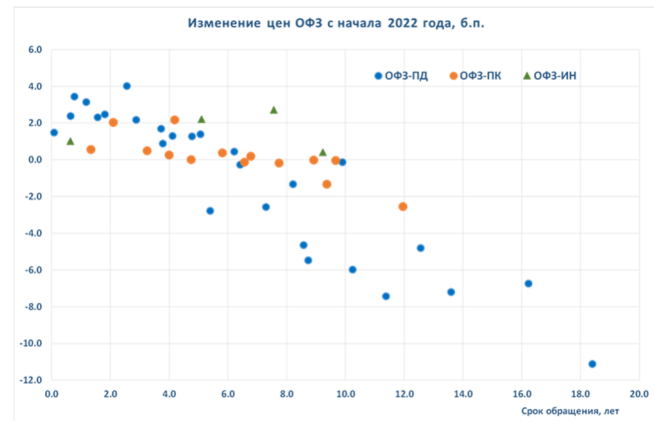




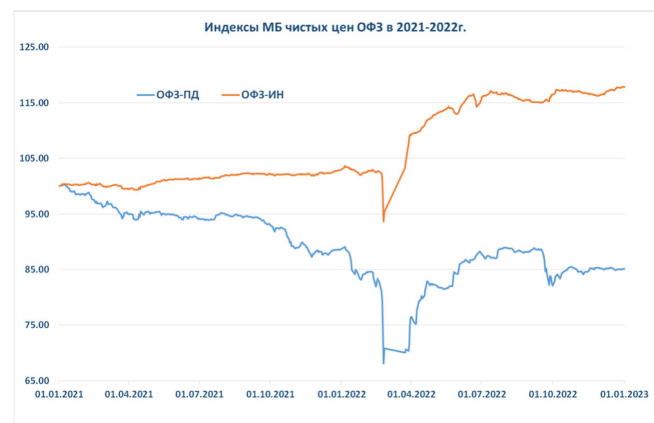
Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

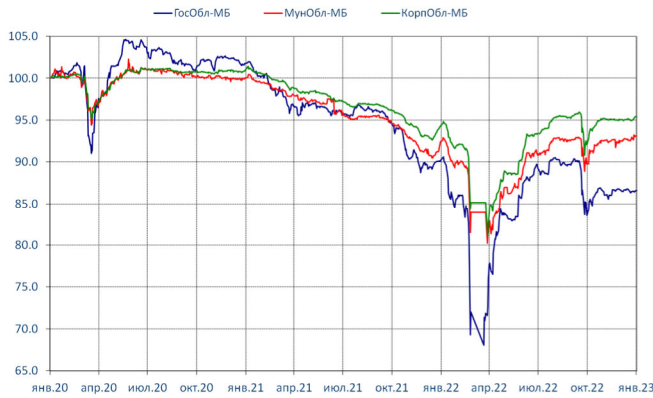


Динамика цен и доходности на рынке субфедеральных и корпоративных облигаций была аналогичной рынку гособлигаций, и даже имела менее выраженный характер в силу более короткой (более чем вдвое) дюрации. Так, по итогам 2022г. изменение рассчитываемых Московской биржей индексов средней

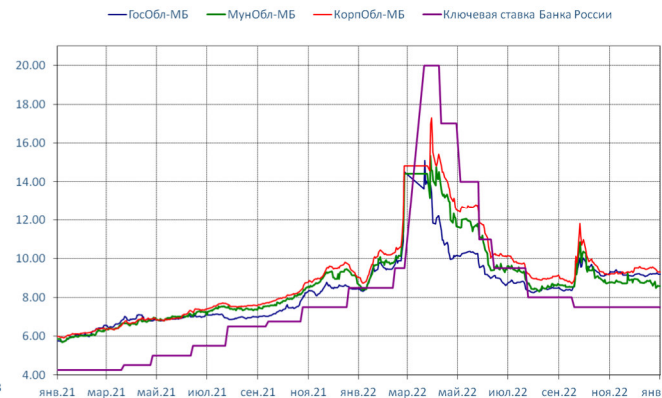


доходности субфедеральных и корпоративных облигаций составило -14 и +26 б.п. против повышения доходности ОФЗ на 75 б.п. При этом, спреды по доходности субфедеральных и корпоративных облигаций к доходности ОФЗ на вторичном рынке после сужения в конце первой половины года до 91 и 155 б.п. в третьем квартале вновь начали расширяться и по итогам 9 месяцев составили 108 б.п. и 193 б.п. соответственно. А в четвертом квартале вновь наблюдалось их сужение до 56 и 125 б.п. соответственно.

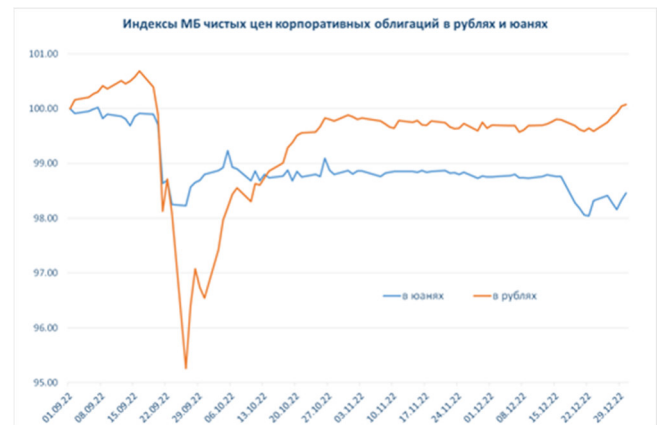
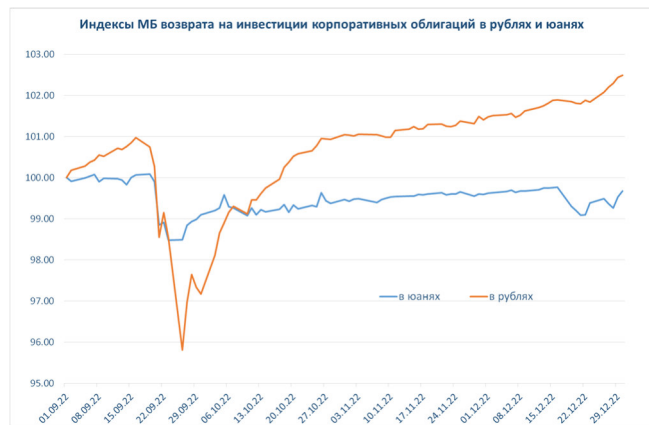
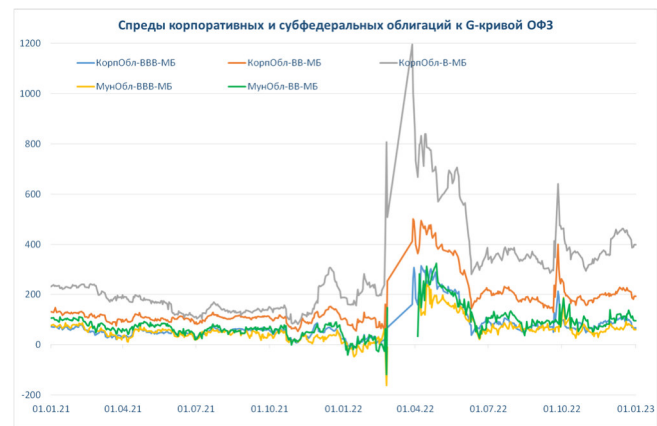
Индексы чистой цены облигаций МБ



Индексы средневзвешенной доходности МБ



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



Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



Инвестиционная привлекательность

Наиболее доходными по итогам 2022г. стали **ОФЗ-ИН**, возврат на инвестиции в которые составил **17,5%** и **превысил уровень годовой инфляции**. По итогам 2022г. вложения в субфедеральные и корпоративные облигации также принесли инвесторам наибольший доход в размере 8,2% и 8,3%, которая была обусловлена относительно небольшим сроком обращения в данных сегментах долгового рынка. При этом возврат на инвестиции в федеральные облигации за 12 месяцев прошлого года также был положительным, но менее существенной (+3,7%) в связи с негативной динамикой цен на долгосрочном «конце кривой доходности». В тоже время большая часть инструментов долгового сегмента внутреннего рынка показал реальный убыток с учетом инфляции на уровне 11,94% в годовом выражении. После двухлетнего роста в предыдущие годы негативный результат (-0,7%) показали корпоративные облигации ВДО ПИР на фоне резкого роста (почти вдвое) дефолтов в этом сегменте в прошедшем году. При этом наименее удачными на рынке капитала оказались вложения в акции, снижение которых по итогам 2022г. составило 43,2% против прибыли в размере 15,2% по итогам прошлого года в целом. Результаты вложений по итогам 12 месяцев 2022г. в иностранные валюты также оказались убыточными: так, например, покупка доллара США принесла убыток порядка 5,3% (при росте на 0,6% в предыдущем году), а евро и юаня принесли убыток в размере 10,0% и 14,4% (против снижения на 7,4% и роста на 2,2% соответственно в предыдущем году).

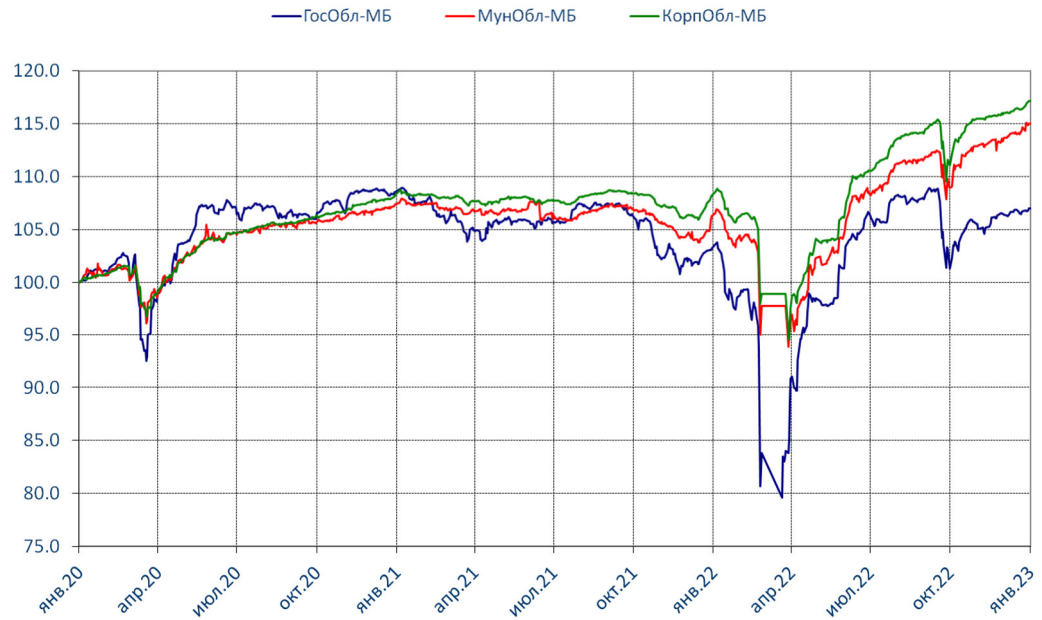
Таблица. Возврат на инвестиции (Total Return) в различные сегменты финансового рынка, %

Инструмент	Период, годы									
	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	
Рынок облигаций										
Все рублевые облигации	5.4%	-4.7%	8.4%	18.8%	1.4%	14.1%	8.7%	23.9%	-	
Государственные (ОФЗ-ГД)	3.7%	-4.9%	8.5%	20.0%	2.1%	12.8%	15.0%	29.4%	-14.4%	
Государственные (ОФЗ-ИН)	17.5%	5.6%	-	-	-	-	-	-	-	
Субфедеральные	8.2%	-1.1%	7.4%	13.4%	4.3%	10.3%	12.0%	16.2%	-4.5%	
Корпоративные	8.3%	-0.1%	8.3%	14.3%	4.4%	12.3%	11.0%	18.6%	-1.4%	
Корпоративные ВДО ПИР	-0.7%	8.4%	12.2%	-	-	-	-	-	-	
Рынок акций										
Индекс МБ	-43.2%	15.2%	8.0%	28.6%	12.3%	-4.7%	25.7%	26.1%	-9.3%	
Валютный рынок										
доллар США	-5.3%	0.6%	19.3%	-10.9%	21.8%	-6.0%	-16.8%	23.0%	81.1%	
Евро	-10.0%	-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%	
Китайский юань	-14.4%	2.2%	27.7%	-12.3%	14.2%	-	-	-	-	
Инфляция (справочно)										
ИПЦ	11.94%	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 в 2023г.

Основные внешние факторы

- ✓ **Геополитические риски.** «Ящик Пандоры» геополитических рисков был вскрыт в минувшем году. Санкционная война против России со США и Евросоюза, а также входящих в периметр их союзников прочих стран, будет продолжена, однако *масштаб новых санкций будет значительно менее существенным, а эффект ранее введенных более остро ощутимым*, учитывая полное исчерпание ранее накопленных складских запасов подсанкционных товаров и продукции. Обострение конфликта между Китаем и Тайванем и, как следствие, рост напряженности в отношениях между двумя крупнейшими мировыми экономиками, может привести к *дальнейшему нарушению и вынужденной более существенной перестройке мировых логистических цепочек, усиливающейся поляризации мира и ограничению всей мировой торговли, оказывая дополнительное давление на замедление глобального роста.*
- ✓ **Денежно – кредитная политика мировых Центральных Банков.** Действия мировых банков, направленные на «обуздание» инфляции будут продолжены, как минимум в течение первого полугодия. ЕЦБ, державший ключевую ставку на нулевой отметке с марта 2016 г., впервые повысил ее в июле 2022 г. сразу до 0,5% (уровень, наблюдавшийся в 2013 г.) и довел до 2,5% к декабрю. ФРС США, также ранее проводивший мягкую денежно-кредитную политику и опустивший ставку до 0,25% к марту 2020 г., достаточно резко повышал ее поэтапными пересмотрами (7 раз в прошлом году) и довел до 4,5% к концу декабря. *Прогнозы по дальнейшей динамике ключевой ставки к маю-июню 2023 г. в Еврозоне варьируются в диапазоне 3,25% - 4,0%, по ставке ФРС не исключено повышение до 5,25-5,5%* (исторического максимума с 2007-2008 гг.). По мере стабилизации и снижения инфляционного давления не ранее 2024г. мировые центральные банки приступят к поэтапному снижению ставок, сокращению балансов и продаже активов для поддержания экономического роста.
- ✓ **Инфляция и экономический рост.** По итогам прошлого года годовая инфляция в ЕС составила 9,2% (максимум наблюдался в октябре – 10,6%), что, тем не менее, стало беспрецедентным историческим максимумом с момента образования союза в 1993 г. В США динамика инфляции в течение 2022 г. имела противоположную направленность при сравнении с зоной ЕС, где наблюдался ежемесячный рост цен вплоть до октября. Так в США годовая инфляция по итогам 2022 г. составила 6,45% (против 7,04% годом ранее), постепенно, снижаясь с максимума 9,06%, зафиксированного в марте минувшего года. Для сравнения, более высокая инфляция в США наблюдалась лишь в конце 70-х – начале 80-х годов прошлого столетия. *На 2023 г. прогноз по инфляции в США составляет 2,8-3,5%, в зоне ЕС – 3,6%.* При этом, меры по «купированию» инфляции и поддержанию экономического роста в текущем году будут иметь отсроченный эффект и не проявятся в 2023 г. Так, согласно прогнозам Всемирного Банка, реальный рост мировой экономики *в 2023 г. замедлится до 1,7% в 2023 г.* с 2,9% в 2022 г. По США реальные темпы экономического роста оцениваются в пределах 0,0-1,0% в 2023 г., по ЕС – 0,2%, Китаю – 4%, который станет основным локомотивом поддержания глобального роста, в частности на фоне сворачивания мер «нулевой терпимости к COVID-19».
- ✓ **Динамика нефтяных цен.** В турбулентных макроэкономических и геополитических условиях динамика нефтяных цен также отличалась повышенной волатильностью. С начала 2022 г. года средняя стоимость нефти марки Brent выросла почти на 45% по итогам первого полугодия, а затем к декабрю снизилась на четверть до уровней начала года. В сентябре давление на рынок оказали опасения рецессии в глобальной экономике в результате подъема процентных ставок Центробанками по всему миру. На фоне этого страны ОПЕК+ в октябре приняли решение скорректировать в сторону уменьшения общую добычу на 2 млн бар. в сутки по сравнению с уровнями производства в августе 2022 г., начиная с ноября 2022 г. до конца 2022 г. В начале



декабря был согласован и вступил в силу потолок цен на российскую нефть на уровне \$60/бл. Согласно новому бюджетному правилу цена отсечения в проекте бюджета РФ на текущий год заложена на уровне \$62-63/бар. при средней добычи 10,0-10,5 млн баррелей в сутки. По данным Минфина РФ средняя цена нефти марки Urals за 2022г. составила \$76,09/бар, при этом в декабре дисконт по цене российской марки Urals к Brent расширился, приблизившись к 40%. **Прогноз по средней цене нефти Brent на 2023 г. составляет \$87-90/бар.** (\$103 в 2022 г.), **отражая сокращение спроса и замедление экономического роста. Стоимость российской Urals в 2023 г. оценивается в \$50-60/бар, что подразумевает некоторое сокращение текущего дисконта ввиду вступления в силу (с 01/02/23) запрета на поставки российской нефти по контрактам, предусматривающим ценовой потолок, а также прогнозное снижение добычи российской нефти на 7-8%.**

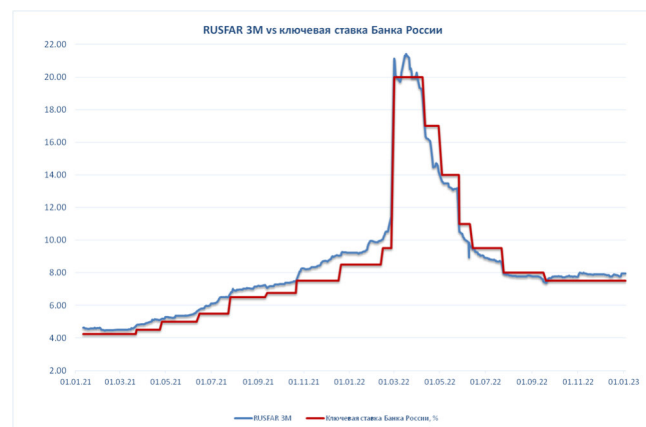
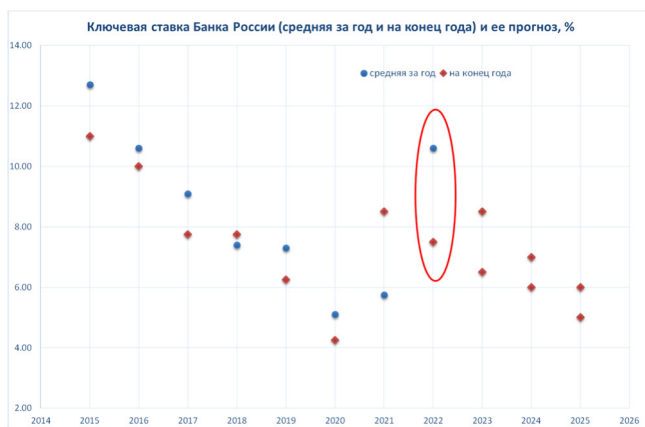
- ✓ **Продовольственный кризис.** Резкий рост цен на зерновые и прочие продуктовые категории в 2022 г. на фоне обострения геополитической ситуации в мире еще больше усугубил и так достаточно критическую продовольственную ситуацию в мире, сложившуюся в 2021 г. Так, по итогам прошедшего года порядка 205 млн человек (193 млн в 2021 г. согласно Global Report on Food Crises) в 45 странах находились в неблагоприятной ситуации в плане продовольственной безопасности. К концу 2023 г. данный показатель может возрасти на 20% до 246 млн человек. На начало 2023 г. порядка 50 млн человек в мире находились на грани голода. В 2022 г. накопление мировых запасов продовольствия не осуществлялось в достаточном масштабе, в связи с чем в 2023 г. глобальный рынок продовольствия будет еще более чувствительным к любым шокам. В текущем году по прогнозам McKinsey объем сбора зерновых на Украине может сократиться на 35%-45%, а учитывая, что **уровень мировых запасов пшеницы, оцененный на 2022-2023 гг. (267 млн тонн), является наименьшим за последние шесть лет, риски сокращения поставок зерна на мировые рынки резко возрастают.** 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, будет иметь повышательный вектор, что, безусловно, будет фактором роста мировой инфляции.**
- ✓ **Пандемия COVID-19.** Тема коронавируса практически ушла с первого места в мировых новостях в 2022г. Тем не менее, устойчивость экономической и финансовой систем отдельных стран или отдельных регионов 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. Так, последней позитивной новостью по COVID-19 стала **отмена политики «нулевой терпимости» к заболеванию в Китае**, что, по мнению многих экспертов, станет одним из драйверов глобального роста в текущем году. Рост спроса со стороны Китая в условиях открывающейся после длительного периода экономики **повлечет за собой еще более значимое перенаправление сырьевых потоков в Азию и соответствующее повышение цен на мировых сырьевых и товарных рынках.**

Основные внутренние факторы

- ✓ **Инфляция.** Инфляция, рост которой наметился в конце 2021г., в начале прошлого 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 летних месяцев. В годовом выражении после пика по итогам апреля на уровне 17,83% инфляция начала снижаться и по итогам декабря составила 11,94%. ЦБ РФ сохранил прогноз по инфляции на 2023 год на уровне 5-7%, и по-прежнему ждет ее возвращения к целевым 4% в 2024 г. Ближайшее заседание ЦБ РФ запланировано на 10 февраля 2023 г., а на последнем заседании в декабре 2022 г. было принято решение о сохранении ключевой ставки без изменений ввиду возникающих проинфляционных рисков, которые могут реализоваться в текущем году.



- ✓ **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% (8,5% на начало года) позволили увеличить доступность кредитных ресурсов в экономике и ограничить масштаб снижения экономической активности. В заявлении по итогам последнего в 2022 г. декабря заседания среди **проинфляционных факторов были** отмечены «повышенные инфляционные ожидания, нехватка рабочей силы в отдельных секторах, ограничения на стороне предложения, расширение бюджетного дефицита, а также ухудшение условий внешней торговли». Кроме того, по итогам предыдущего заседания регулятор заявлял, что **«пространство для снижения ключевой ставки сузилось»**. Таким образом, не исключено, что по итогам первого в текущем году заседания ЦБ либо вновь возьмет паузу в изменении ставки, либо может принять решение о незначительном повышении в зависимости от ожидаемого инфляционного давления.



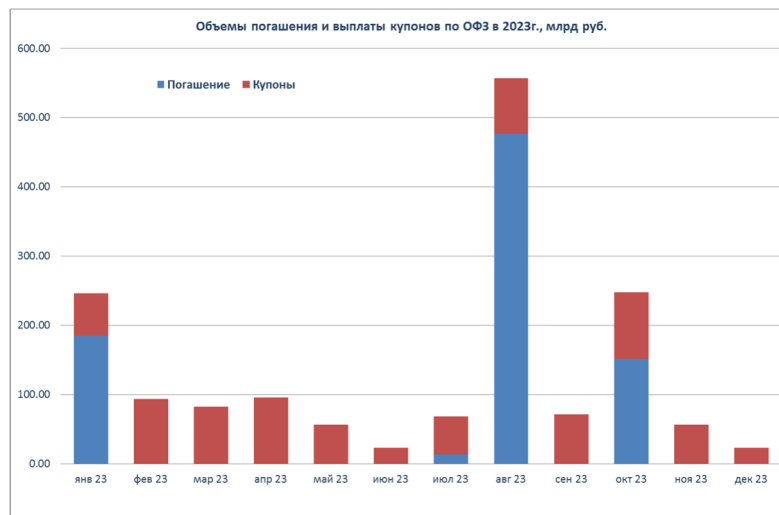
Источник: Московская биржа, Банк России, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

- ✓ **Курс рубля.** По итогам 2022г. курс рубля к доллару укрепился на 7%, несмотря на 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. 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. В 2023г. ожидается средний курс национальной валюты на уровне ~70-75 руб. за доллар.
- ✓ **Политика Минфина РФ на первичном рынке ОФЗ.** 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. Кроме того, было установлено, что в 2023 году Правительство РФ вправе осуществлять внутренние заимствования с превышением показателей верхнего предела государственного долга, программы госзаимствований на 2023 год в сумме до 1 000 миллиардов руб. в целях замещения использования средств Фонда национального благосостояния на указанную сумму. Кроме того, Правительство РФ вправе в 2023 году в целях снижения объема государственного внешнего долга



РФ принимать решения о размещении государственных ценных бумаг РФ в валюте РФ номинальной стоимостью до 800 млрд. рублей в рамках операции обмена на государственные ценные бумаги РФ, номинированные в иностранной валюте, по согласованию с их владельцами, с превышением верхнего предела государственного внутреннего долга РФ. Государственные ценные бумаги РФ, номинированные в иностранной валюте, могут быть обменены только на государственные ценные бумаги Российской Федерации в валюте РФ с равными или более длительными сроками их погашения. Обмен государственных ценных бумаг осуществляется по их рыночной стоимости (оценке), определяемой Правительством РФ. Центральный банк РФ вправе получать государственные ценные бумаги РФ в валюте РФ при их первичном размещении в рамках обмена принадлежащих Центральному банку РФ государственных ценных бумаг РФ, номинированных в иностранной валюте.

В 2022 году план государственных заимствований был перевыполнен практически по результатам размещений в 4 квартале, при этом более 76% от всех размещений пришлось на ОФЗ-ПК. Минфин РФ не планирует жестко контролировать долю ОФЗ с плавающим купоном в своем портфеле, при перемене макроэкономических условий сможет нарастить объем инструментов с фиксированной доходностью, сбалансировав свой портфель, об этом в конце декабря заявил министр финансов Антон Силуанов на итоговом брифинге. По его словам, ранее заявлялось, что от 30% до 40% должна быть доля флоатеров в портфеле, но сейчас нет такого жесткого таргета, сколько их должно быть - 35%, 40% или 50%, все зависит от ситуации на рынке. Слова министра финансов свидетельствуют о возможности проведения достаточно гибкой политики заимствования в текущем и следующих годах.



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

- ✓ **Ликвидность банковской системы.** В 2022 г. структурный профицит ликвидности по периодам усреднения обязательных резервов сложился на уровне 1,2 трлн руб. На середину сентября сложилось максимальное значение профицита ликвидности, превысившее 3,6 трлн руб., после чего наблюдалось постепенное снижение до 1,6 трлн руб. в декабре. В сентябре основным фактором притока ликвидности в банковский сектор были операции Банка России по предоставлению ликвидности в объеме 1,15 трлн руб. Фактический структурный профицит ликвидности на конец 2022 года составил порядка 1,7 трлн руб. (против прогноза 2,6-3,2 трлн руб.)



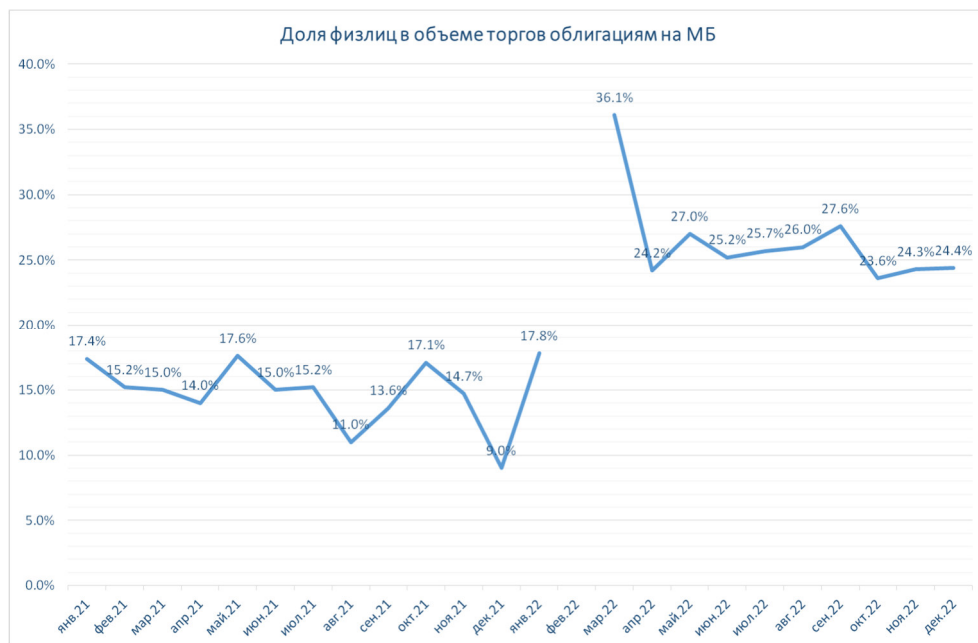
руб.). В связи с сокращением фактического профицита банковской ликвидности относительно прогнозов Банк России перенес анонсированный ранее ориентировочный срок ближайшего этапа повышения нормативов обязательных резервов (до 3% в рублях и до 5% в валюте) с 1 января на 1 марта 2023 г. Намеченный на 1 июня 2023 г. ориентировочный срок второго этапа повышения нормативов обязательных резервов сохранился.

- ✓ **Рост рынка корпоративных облигаций в 2023г. может произойти за счет дальнейшего развития новых сегментов:** «замещающие» облигации и облигации, номинированные в юанях.
 - С июля 2022г. российских заемщиков законодательно обязали доводить выплаты до отечественных владельцев еврооблигаций одним из двух способов: (1) разделив платеж в адрес иностранных и локальных инвесторов, для которых выплаты будут организованы через внутренние депозитарии, (2) передав российским держателям локальные "замещающие" облигации вместо еврооблигаций. Закон, закрепивший возможность выпуска нового инструмента - "замещающих" облигаций, также был принят в июле. Во второй половине прошлого года такой возможностью воспользовались лишь ограниченное число эмитентов, но с учетом продления действия принятых законов на 2023г. можно ожидать существенное увеличение данных облигаций в обращении.
 - Облигации в юанях также появились на нашем рынке только с августа 2022г. О дальнейшем росте данного сегмента свидетельствуют не только многочисленные заявления различных эмитентов о готовности выхода на рынок с номинированными в юанях облигациями, но и целый ряд действий, предпринятых с начала 2023г. монетарными властями для повышения юаневой ликвидности на рынке. Во-первых, Банк России с 13 января 2023г. возобновил проведение операций по покупке/продаже иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в рамках реализации механизма бюджетного правила Минфином. Минфин в рамках механизма бюджетного правила с 13 января по 6 февраля 2023 года планирует продать юани на 54,5 млрд рублей (на 3,2 млрд рублей в день). В дальнейшем ожидается рост объема данных продаж. Во-вторых, Банк России с 19 января 2023 года запускает новый инструмент постоянного действия по предоставлению юаней - сделки "своп" по продаже юаней за рубли с их последующей покупкой на срок один день. Ежедневный максимальный лимит по этому инструменту будет установлен в размере 10 млрд юаней. При необходимости Банк России будет корректировать этот лимит. Сделки будут заключаться на организованных торгах Московской биржи в режиме безадресных сделок по рабочим дням. При расчете своп-разницы в качестве процентной ставки по юаням будет применяться O/N SHIBOR (Overnight Shanghai Interbank Offered Rate), увеличенная на 2,5 п.п., процентной ставки по рублям - ключевая ставка ЦБ РФ, уменьшенная на 1 п.п.
- ✓ **Отсутствие притока новых денежных средств в пенсионные накопления НПФ и УК** говорит о сохранении слабых возможностях НПФ увеличивать вложения на долговом 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 января 2023г. количество открытых брокерских счетов превысило 22,9 млн, увеличившись на 6,1 млн или 26,6% к началу года. На вторичных торгах облигациями доля физлиц увеличилась в 2022г. до 26,3% против 10,1% в 2021г. Объем торгов в номинальном выражении превысил 2,1 трлн руб. и также увеличился,



несмотря на снижение ликвидности вторичных рынков. По данным МБ в 2022г. физические лица вложили в облигации более 290 млрд руб., из которых 83,9% были вложены в корпоративные облигации и 16,1% - в государственные ценные бумаги. Очевидно, что их доля может продолжить свой рост, принимая во внимание замедление повышения ставок по депозитам во второй половине 2022г. По данным мониторинга 10 крупнейших банков максимальная ставка по депозитам в первой декаде января 2023 составила 8,13% годовых, снизившись на 0,05 п.п. от уровня третьей декады декабря 2022г.

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



Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Прогноз отдельных показателей на 2023г.

Показатель	На конец года
Курс доллара, руб. за доллар	70.0-75.00
Цена на нефть марки Brent, \$ за баррель	85.0 -90.0
Инфляция, % г/г	6.25 – 6.00
Ключевая ставка, %	7.25 – 7.50
Доходность 10-и летних ОФЗ, % годовых	9.50 – 9.75

Источник: ООО «БК РЕГИОН»



Приложение.

Оценка изменение цен и доходности операций при вложении в ОФЗ по текущим ценам при изменении доходности к погашению на 30 декабря 2023г. в пределах от +0,75 до -0,75 п.п. от текущих уровней*

Выпуск	Купон, %	Погашение	Текущие показатели на 23.01.23г			Измен. цен при измен. доходности к 30/12/2023 на п.п.:					Доходность операции, % годовых				
			Дюрация	Цена	Доходность	0.75	0.50	0.00	-0.50	-0.75	0.75	0.50	0.00	-0.50	-0.75
26223	6.50	28.02.24	1.05	99.1150	7.48	0.58	0.62	0.71	0.79	0.83	7.30	7.35	7.44	7.53	7.58
26227	7.40	17.07.24	1.43	99.8660	7.64	-0.30	-0.18	0.08	0.33	0.46	7.22	7.36	7.64	7.91	8.08
26222	7.10	16.10.24	1.63	99.1800	7.75	-0.12	0.06	0.42	0.79	0.98	7.15	7.35	7.75	8.15	8.36
26234	4.50	16.07.25	2.37	91.7900	8.40	2.09	2.44	3.16	3.88	4.25	7.23	7.62	8.40	9.18	9.58
26229	7.15	12.11.25	2.56	97.1890	8.46	-0.34	0.06	0.89	1.72	2.15	7.11	7.56	8.46	9.37	9.83
26219	7.75	16.09.26	3.16	97.6740	8.68	-1.18	-0.61	0.54	1.70	2.29	6.81	7.43	8.68	9.96	10.60
26226	7.95	07.10.26	3.21	98.3060	8.67	-1.36	-0.78	0.38	1.57	2.17	6.76	7.39	8.67	9.97	10.62
26207	8.15	03.02.27	3.39	98.7220	8.71	-1.66	-1.03	0.25	1.56	2.22	6.62	7.31	8.71	10.14	10.86
26212	7.05	19.01.28	4.10	92.1730	9.24	-1.14	-0.33	1.31	2.99	3.84	6.56	7.44	9.24	11.08	12.01
26232	6.00	06.10.27	4.05	88.7590	9.18	-0.24	0.54	2.11	3.73	4.55	6.61	7.46	9.18	10.94	11.84
26236	5.70	17.05.28	4.55	85.4360	9.44	-0.26	0.63	2.44	4.29	5.23	6.50	7.47	9.44	11.45	12.48
26237	6.70	14.03.29	4.92	86.8170	9.82	-1.24	-0.24	1.78	3.86	4.92	6.52	7.60	9.82	12.09	13.26
26224	6.90	23.05.29	5.09	87.8260	9.72	-1.52	-0.50	1.57	3.71	4.79	6.35	7.46	9.72	12.06	13.25
26228	7.65	10.04.30	5.45	89.2530	9.99	-2.26	-1.15	1.13	3.48	4.69	6.28	7.50	9.99	12.57	13.89
26218	8.50	17.09.31	6.02	92.9050	9.96	-3.28	-2.03	0.55	3.23	4.60	5.76	7.14	9.96	12.90	14.41
26235	5.90	12.03.31	6.18	78.1330	10.11	-1.72	-0.43	2.21	4.95	6.35	5.82	7.22	10.11	13.12	14.65
26239	6.90	23.07.31	6.11	83.0310	10.14	-2.44	-1.15	1.51	4.25	5.67	5.82	7.23	10.14	13.16	14.71
26241	9.50	17.11.32	6.43	97.0230	10.23	-3.87	-2.54	0.20	3.05	4.52	5.81	7.22	10.23	13.36	14.97
26221	7.70	23.03.33	6.78	85.4580	10.26	-3.42	-1.99	0.95	4.02	5.60	5.47	6.64	10.26	13.63	15.37
26225	7.25	10.05.34	7.38	81.2070	10.32	-3.64	-2.09	1.10	4.44	6.16	5.15	6.83	10.32	13.99	15.88
26233	6.10	18.07.35	7.88	72.2500	10.30	-3.71	-2.01	1.52	5.23	7.16	4.57	6.43	10.30	14.38	16.49
26240	7.00	30.07.36	7.96	77.2790	10.38	-4.27	-2.55	1.00	4.75	6.70	4.59	6.47	10.37	14.50	16.65
26230	7.70	16.03.39	8.52	81.1770	10.34	-5.03	-3.22	0.57	4.59	6.69	4.20	6.18	10.34	14.75	17.06
26238	7.10	15.05.41	9.20	75.0660	10.37	-5.33	-3.40	0.64	4.95	7.21	3.84	5.94	10.37	15.11	17.60

*снижение процентных ставок на 50 и 75 б.п. приведет к выходу доходности 10-и летних ОФЗ на прогнозируемый нами на конец года уровень 9,50-9,75% годовых

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»



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

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

Многоканальный телефон: +7 (495) 777 29 64

www.region.broker

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

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	
Максим Швецов	+7 (495) 777-29-64 доб 694	shvetsov@region.ru	-
Ольга Шитикова	+7 (495) 777-29-64 доб 228	shitikova@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.
