



Александр Ермак aermak@region.ru

Юлия Гапон gapon@region.ru

Рынок рублевых облигаций: затишье перед бурей?

Основные итоги рынка рублевых облигаций за 2018 год

В 2018г. рынок рублевых облигаций демонстрировал преимущественно негативную динамику, о чем свидетельствуют крайне скромные темпы роста объемов облигаций в обращении, снижение первичных размещений и оборота вторичных торгов на фоне роста доходности во всех секторах рынка. Негативное влияние оказывали как внешние факторы (антироссийские санкции, рост геополитических рисков и др.), так и внутренние риски (выход нерезидентов из РФ, ослабление рубля, рост инфляции и инфляционных рисков, ужесточение ДКП Банком России). Несмотря на то, что 2018г. заканчивался на фоне некоторой стабилизации ситуации на рублевом долговом рынке, предстоящий год может быть достаточно сложным и не предсказуемым, учитывая сохранение большого количества факторов неопределенности.



Затишье перед бурей

Ключевые события 2018г., оказавшие влияние на долговой рынок

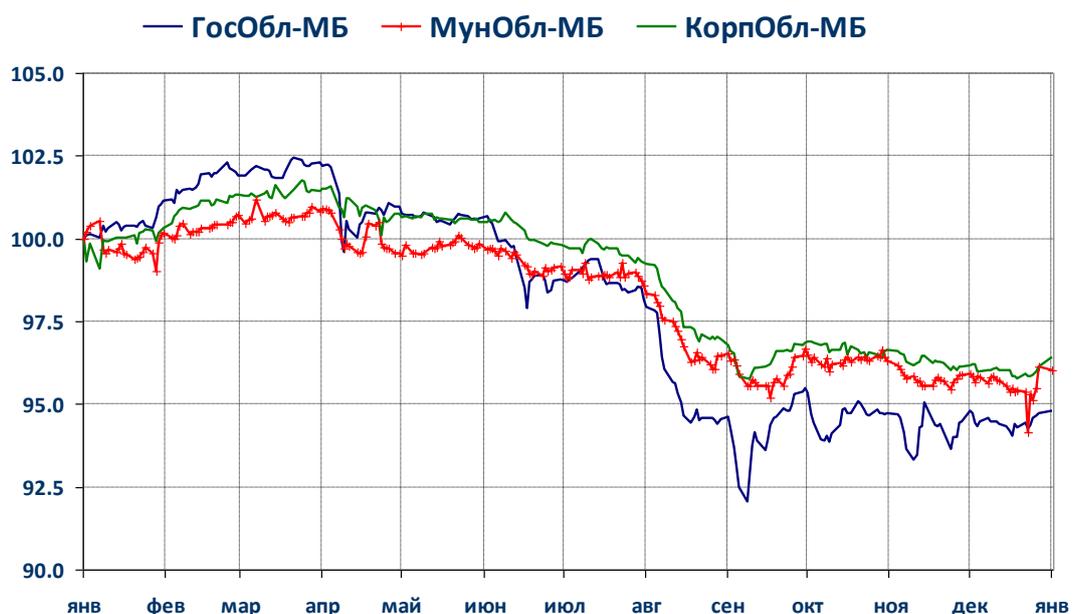
Основные внешние факторы

- ✓ обострение санкционного противостояния со стороны США (угрозы введения новых ограничений к России, в большей степени относительно госдолга);
- ✓ ужесточение денежно – кредитной политики США вследствие восстановления американской экономики (повышение ФРС ставки четырежды в течение 2018г. с 1,5% до 2,5%);
- ✓ эскалация торговых войн между США и Китаем;
- ✓ высокая волатильность нефтяных цен и их обвал в 4 квартале 2018 г.;
- ✓ глобальное снижение спроса на риск развивающихся рынков (как следствие обострения финансового кризиса в Турции).

Основные внутренние факторы

- ✓ рост инфляционных ожиданий (ускорение роста инфляции в результате повышения НДС, пенсионной реформы и налогового маневра в нефтегазовом секторе). Прогноз по инфляции был повышен Банком России на 2018г. – до 3,8-4,2%, на конец 2019г. – до 5,0-5,5%. К концу 2018г. инфляция превысила верхнюю границу прогноза, достигнув 4,3%.
- ✓ ужесточение риторики и денежно-кредитной политики Банком России (из 8 плановых заседаний в течение 2018г. Банк России дважды понижал ставку в начале года и дважды повышал ее в конце года);
- ✓ продолжение бегства нерезидентов из российского рублевого долга, на конец года их доля на рынке ОФЗ снизилась до 24,4% с максимального уровня в 34,5%, который был зафиксирован на 1 апреля 2018г.;
- ✓ политика Банка России в рамках «бюджетного правила» на валютном рынке;
- ✓ присвоение России второго суверенного рейтинга инвестиционного уровня – от S&P (повышение в феврале 2018г. рейтинга на одну ступень до «BBB-») со «стабильным» прогнозом;
- ✓ ослабление курса рубля, наблюдаемое с начала 2 квартала, стало дополнительным фактором снижения интереса к рублевым активам в 2018г.

Приведенные ценовые индексы рублевых облигаций МБ в 2018г.

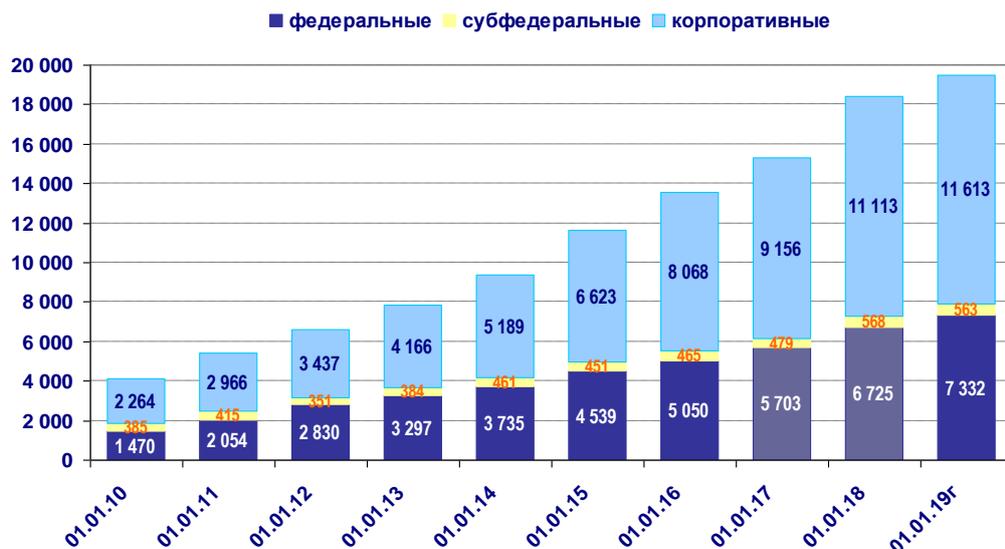


Источники: ценовые индексы облигаций МБ, расчеты БК «РЕГИОН» (на 01.01.2018г. индексы = 100)

Объем и структура рынка рублевых облигаций

На конец 2018г. общий объем рынка рублевых облигаций увеличился на 5,99% по сравнению с началом года и составил около 19,508 трлн руб. При этом объем рынка ОФЗ вырос на 9,0% и составил около 7,332 трлн руб. Объем в обращении корпоративных облигаций составил на конец рассматриваемого периода около 11,614 трлн руб., что на 4,5% выше уровня начала года. На конец 2018г. объем в обращении региональных облигаций составил 563,2 млрд руб., что на 0,78% ниже уровня начала года.

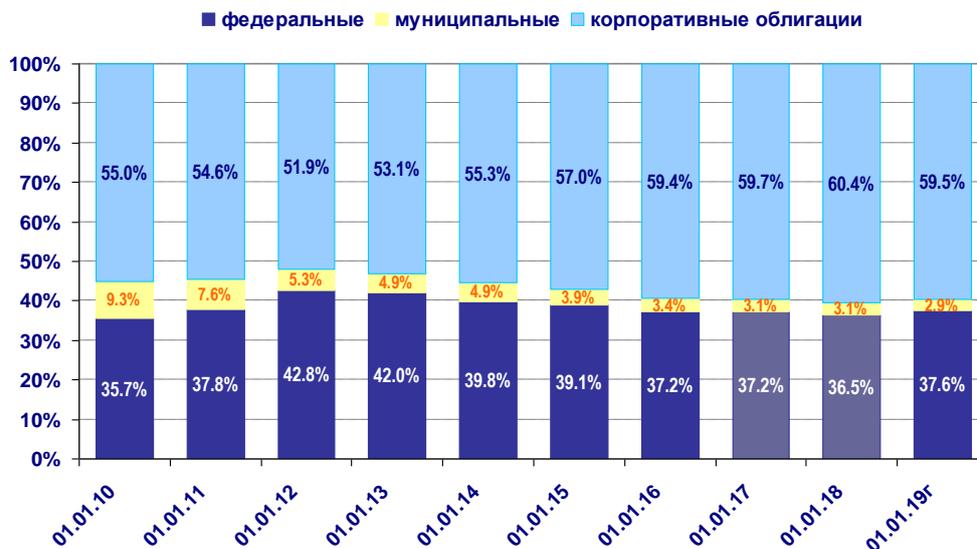
Рисунок 1.1. Объем рублевого облигационного рынка в обращении, млрд руб.



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

В результате **структура рынка рублевых облигаций изменилась незначительно**: доля ОФЗ выросла до 37,58% против 36,54% в начале года, доля корпоративных облигаций снизилась до 59,53% против 60,38% в начале года. Доля субфедеральных облигаций снизилась до 2,89% против 3,08% на начало года.

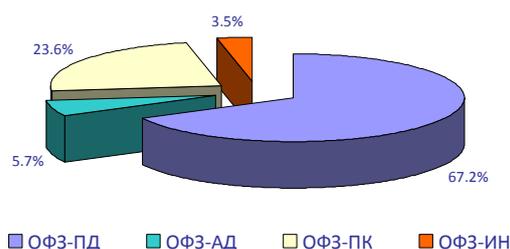
Рисунок 1.2. Структура рублевого облигационного рынка в обращении, %



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

На рынке государственных облигаций основную долю в размере около 67,2% (+3,7 п.п. с начала года) занимают облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД). С 8,0% в начале года до 5,7% продолжает снижаться доля облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД). Доля ОФЗ-ПК снизилась с начала года на 2,3 п.п. до 23,6%. Около 3,5% (+1,0% с начала года) рынка занимают облигации федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН). Рост доли ОФЗ-ИН стал результатом размещения второго выпуска номинальным объемом 150 млн штук, которое началось 4 апреля 2018г. По итогам шести аукционов было размещено около 77,22 млн облигаций (около 51,5% займа).

Рисунок 2.1. Структура рынка федеральных облигаций



Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

В 2018г. началось размещение третьего выпуска ОФЗ-н 53003 в объеме 15 млрд руб. по номиналу. Продажи стартовали 15 марта и должны были завершиться 14 сентября 2018г. На дату окончания размещения было реализовано облигаций выпуска 53003 на сумму около 10,672 млрд руб. или 71,15% от объявленного объема. 17 сентября Минфин начал размещение дополнительного транша данного выпуска в объеме 5 млрд руб. На конец 2018г. объем реализации данного транша составил около 4,979 млрд руб. (остатки были реализованы в течение первых нескольких рабочих дней 2019г.). В январе 2018г. Минфин РФ объявил о начале продаж с 15 января второго дополнительного транша объемом 5 млрд руб. по номинальной стоимости. Доходность облигаций (до уплаты комиссионного вознаграждения) в течение года была увеличена с 7,25-7,33% годовых на первой неделе размещения до 9,03-9,11% годовых во второй половине декабря.

Можно отметить, что в прошлом году инвесторы начали обратную продажу облигаций серии 53001 и 53002 эмитенту. С апреля 2018г. эмитентом было выкуплено облигаций серии 53001 на сумму 1 052,7 млн руб. (или 3,51%), а с сентября облигаций серии 53002 на сумму 152,110 млн руб. (или 1,33% от размещенного объема). Таким образом, на конец 2018г. в обращении находятся три выпуска ОФЗ-н на общую сумму около 55,642 млрд руб.

Рисунок 2.2. Доходность к погашению ОФЗ-н, % годовых (*)

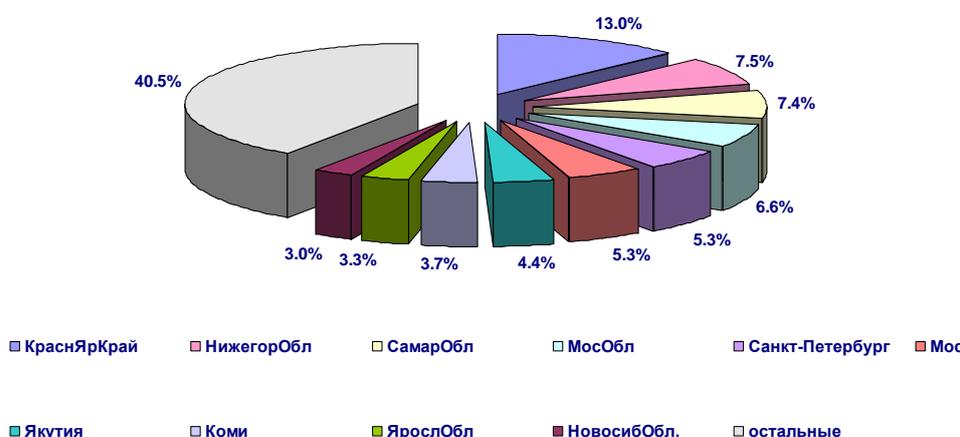


* до вычета комиссионного вознаграждения агента

Источник: данные Минфина, расчеты БК «РЕГИОН»

На рынке субфедеральных и муниципальных облигаций на конец 2018г. было представлено 130 выпусков долговых ценных бумаг 51 эмитента, в том числе 11 выпусков 6 органов местной власти. Максимальную долю рынка по объему в обращении (около 13,0%) по-прежнему занимают облигации Красноярского края. На второе и третье места после размещения новых займов вышли Нижегородская и Самарская области (7,5% и 7,4% соответственно). В пятерку крупнейших эмитентов по объему облигационных займов вошли Московская область и Санкт-Петербург с долей 6,6% и 5,32% рынка соответственно. Лишь на шестом месте оказалась Москва, которая не размещала свои долговые ценные бумаги с октября 2013г., ее облигации единственного в обращении выпуска занимают 5,3% рынка (против 12% на начало 2017г. и около 23% еще годом ранее). Десять крупнейших региональных заемщиков с суммарной долей около 59,5% представлены на графике.

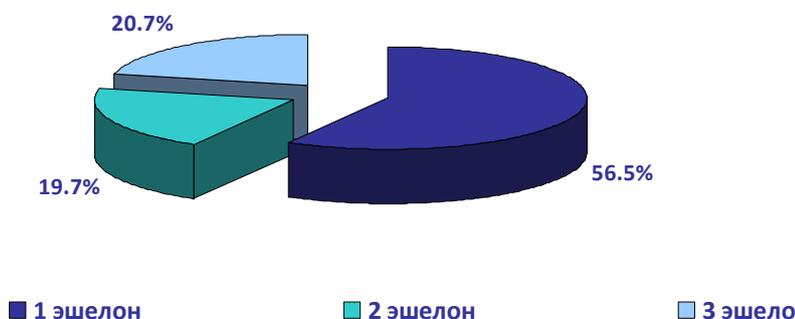
Рисунок 3.1. Структура рынка субфедеральных и муниципальных облигаций



Источник: расчеты БК «РЕГИОН».

На конец 2018г. доля облигаций региональных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) выросла до 56,5% с 50,2% в начале года. Доля облигаций второго и третьего эшелонов составила 19,7% и 20,7% соответственно.

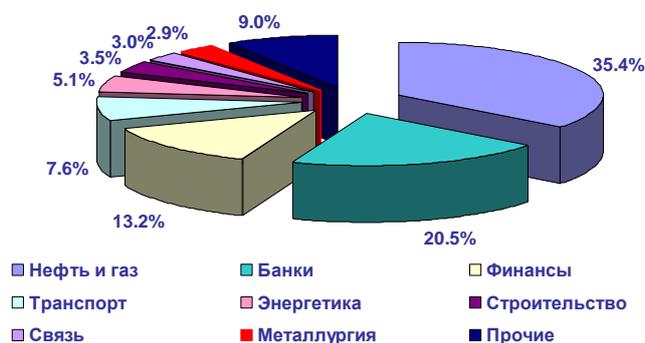
Рисунок 3.2. Эшелонированность рынка субфедеральных и муниципальных облигаций, % от общего объема



Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН».

На рынке корпоративных облигаций по итогам 2018г. нефтегазовый сектор сохранил свое лидерство с долей 35,4% в общем объеме против 33,9% на начало года, опережая банковский сектор, доля которого продолжает медленно расти с начала года с 19,1% до 20,5%. Порядка 13,2% (против 13,6% на начало года) приходится на финансовый сектор (в котором наиболее широко представлены облигации ипотечных агентов, а также облигации лизинговых, страховых и других финансовых компаний). Из отраслей реального сектора высокие позиции занимают: транспорт и энергетика с долей порядка 7,6% и 5,1% (6,4% и 5,8% на начало года) соответственно. До 3,5% с 3,0% выросла за год доля облигаций строительных компаний. До 3,0% (против 3,3% на начало года) от общего объема снизилась доля телекоммуникационных компаний, порядка 2,9% (3,0% на начало года) приходилось на металлургию. Доля облигаций эмитентов остальных отраслей составила около 9,0% (против 11,8% на начало года).

Рисунок 4.1. Отраслевая структура рынка корпоративных облигаций

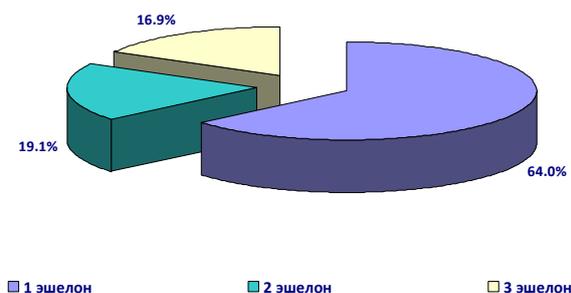


Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН»

Крупнейшими заемщиками на рынке корпоративных облигаций на конец 2018г. являлись: НК «Роснефть» (с долей 28,2% против 27,2% на начало года), РЖД (6,2% против 5,3%), ФСК ЕЭС (3,0% против 3,2%), Транснефть (2,9% против 3,0%), Газпром и Газпром нефть (суммарно 2,7%). Облигации ВЭБ занимают 2,7% рынка на конец года против 3,2% в начале года (без учета краткосрочных облигаций), ДОМ.РФ (АИЖК) увеличил долю до 2,1% с 1,5% от общего объема рынка. Среди кредитных организаций крупнейшим заемщиком стал Сбербанк, увеличивший свою долю с 1,1% на начало до 3,0% на конец года. Второе место занимает Россельхозбанк с долей около 2,9% против 2,4% на начало года. В тройку крупнейших банков – заемщиков входит Банк ГПБ (2,4% против 1,6% в начале года).

Доля облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) оценивается нами на конец 2018г. на уровне 64,0% против 61,3% на начало года от суммарного объема рынка. Доля облигаций второго эшелона составляет, по нашим оценкам, 19,1% (20,3% на начало года), третьего эшелона – 16,9% (на начало года - 18,4%).

Рисунок 4.2. Эшелонированность рынка корпоративных облигаций



Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН»

Основные показатели первичного рынка

Существенное ухудшение конъюнктуры на рынке рублевых облигаций, которое сопровождалось «закрытием» первичного рынка в отдельные периоды прошедшего года, привело к снижению объемов заимствований, как со стороны государства, так и со стороны субфедеральных и корпоративных заемщиков.

Объем первичных размещений рублевых облигаций в 2018г. составил, по нашим оценкам, около 2,639 трлн руб., что на 44,7% ниже показателя предыдущего года. При этом на долю ОФЗ пришлось 39,2% от общего объема размещений, на субфедеральные и корпоративные облигации – 3,3% и 57,5% соответственно.

Рисунок 5. Объем первичного размещения облигаций в 2011–2018гг., млрд руб.



Источники: Московская Биржа, расчеты БК «РЕГИОН»

Минимальное снижение относительно предыдущего года показал первичный рынок ОФЗ: объем размещений гособлигаций составил в 2018г. около 1 035,45 млн руб., что на 38,7% ниже, чем в 2017г. При этом эмитент всего на 62,4% выполнил годовой план по привлечению на внутреннем рынке, который был установлен в объеме 1 660 млрд руб. по номиналу.

Рисунок 6. Объем размещения ОФЗ в 2016-2018гг., млрд руб.

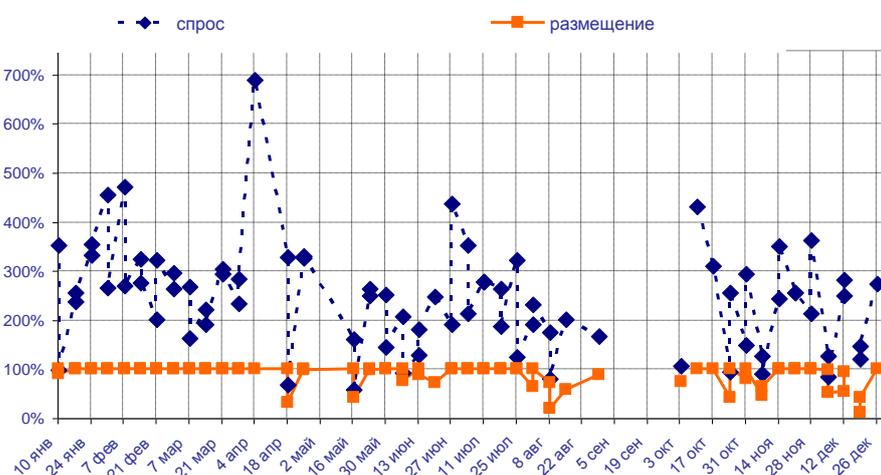


Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

В течение 2018г. ситуация на рынке ОФЗ ухудшалась от квартала к кварталу: после **весьма успешного 1 квартала**, когда Минфину удалось разместить гособлигаций на 463,2 млрд руб., последующие месяцы были охвачены повышенной турбулентностью. **2 квартал не был отмечен таким высоким спросом**, что наблюдался в 1 квартале 2018г., эмитенту приходилось часто сокращать предложение и увеличивать премии к вторичному рынку. Тем не менее, в среднем по итогам 2 квартала 2018г. спрос составил 216% от объема предложения против 284% в 1 квартале, а в целом за квартал было размещено ОФЗ на 217,6 млрд руб. **3 квартал на этом фоне выглядел крайне слабым**. И если в июле сохраняющийся спрос инвесторов все еще позволял Минфину размещать привычно крупные объемы облигаций (по 30-40 млрд руб. в каждый аукционный день), хотя «успех» этих аукционов заключался в том, что эмитент удовлетворял большую часть «агрессивных» заявок, размещая облигации с дисконтом по цене к вторичному рынку, то августовские аукционы оказались менее удачными: на фоне очередного ухудшения конъюнктуры на рынке государственных облигаций Минфин снизил объемы размещения ОФЗ до 10-15 млрд руб., однако в полном размере облигации размещены не были. В сентябре Минфин не смог провести ни одного размещения. **В 4 квартале падение объемов размещения гособлигаций продолжилось**. По итогам квартала Минфин разместил ОФЗ на общую сумму порядка 149,4 млрд. руб. по номиналу. При этом инвесторы демонстрировали преимущественно слабый (по объему) и агрессивный (с точки зрения желания получить большую премию) спрос, повлекший за собой отказ Минфина от проведения сдвоенных аукционов и сокращение объема предложения до 5-20 млрд руб. в каждый аукционный день. Краткосрочный оптимизм инвесторов, наблюдаемый во второй половине ноября, был вызван информацией об отсрочке в рассмотрении Конгрессом США вопроса о новых антироссийских санкциях.

Таким образом, в 1 квартале план был реализован на 102,9%, во 2, 3 и 4 кварталах на 48,4%, 45,6% и 48,2% соответственно. Из планируемого на 2018г. размещения в объеме 1,6 трлн руб. было продано облигаций на общую сумму около 1 035,5 млрд руб. или 62,4% от плана, что оказалось на 38,7% ниже показателя 2017г.

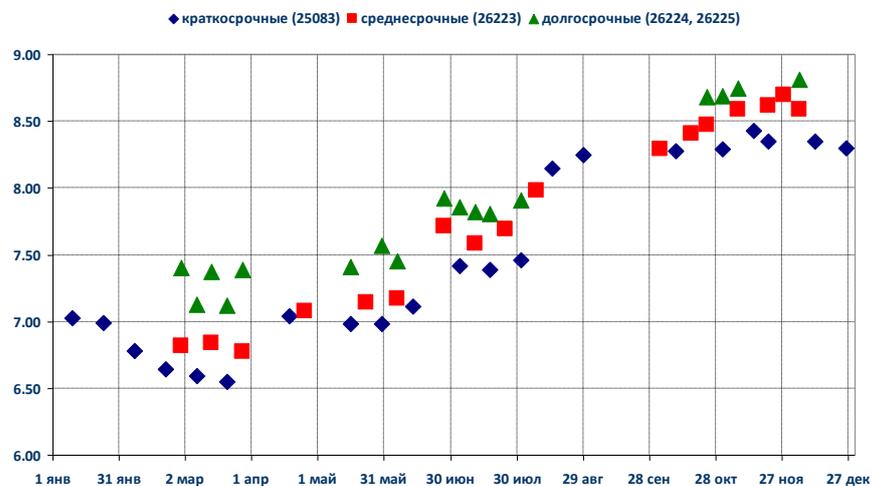
Рисунок 7.1 Объем спроса и размещения ОФЗ, в % от объема предложения



Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

В декабре 2018 г. Минфин вернулся к размещению инфляционных ОФЗ (ОФЗ-ИН), которые в последнее время не демонстрировали стабильного спроса на аукционах. Впервые ОФЗ-ИН были размещены в июле 2015г., в 2018г. ведомство провело несколько аукционов, которые нельзя назвать успешными. Ожидается, что предложение ОФЗ-ИН в 2019г. станет регулярным – раз в месяц,

Рисунок 7.2 Средневзвешенная аукционная доходность ОФЗ в 2018г., % годовых



Источники: Минфин РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

Рост аукционной доходности ОФЗ в течение года демонстрировали все без исключения бумаги, вне зависимости от срока обращения. И если в марте 2018г. доходность кратко и среднесрочных выпусков - бенчмарков (25083 и 26223) находилась ниже 7% годовых, то к концу 2018г. она достигла отметок 8,3% по краткосрочному 25083 и 8,7% по среднесрочному 26223.

По итогам 2018г. объем **первичных размещений корпоративных облигаций** составил 1 517,6 млрд руб. (без учета краткосрочных биржевых облигаций ВТБ и ВЭБ), что на 47,2% ниже показателя 2017 г., когда корпоративные заемщики привлекли на облигационном рынке денежные средства на сумму 2 874,1 млрд руб. При этом наибольшую активность эмитенты проявили в конце года - в 4 квартале 2018 г. объем первичных размещений составил 527,1 млрд руб., что немного меньше чем за два предыдущих квартала вместе взятых. Позитивную динамику рынку обеспечил рост активности заемщиков в декабре, когда эмитенты привлекли рекордные для 2018 г. 284,2 млрд руб. (или 54% квартального результата).

При этом можно с уверенностью сказать, что на первичном рынке 2018г. стал, во-первых, **годом эмитентов первого эшелона, во-вторых, годом «банковских бумаг» (госбанков и дочек иностранных банков), и, в-третьих, годом «знакомых» эмитентов (имен).** Главной причиной низкой активности эмитентов второго и третьего эшелонов стал рост ставок по облигациям для таких компаний и сокращение спроса со стороны инвесторов после резкого ухудшения конъюнктуры рынка с апреля прошлого года.

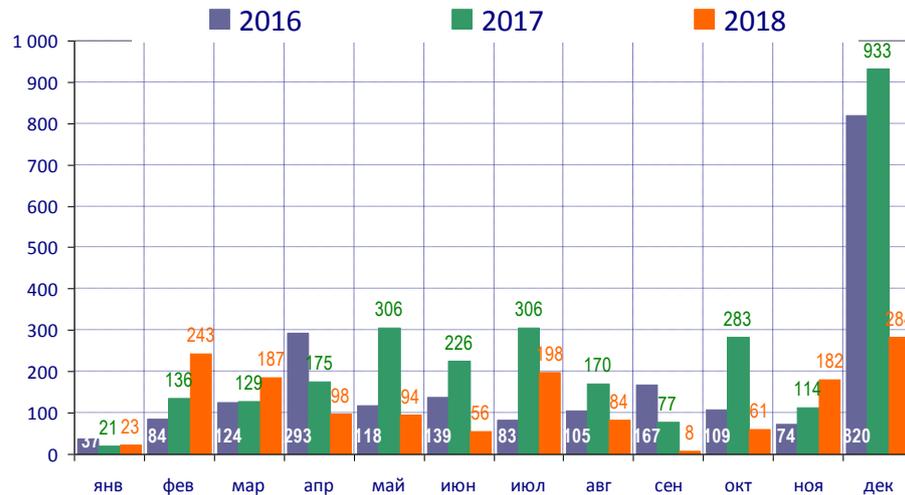
В 1 квартале 2018г. объем размещения корпоративных облигаций составил 453 млрд руб., а наиболее активными заемщиками стали представители финансового сектора (банки и лизинговые компании).

Во 2 квартале 2018 г на рынке публичного долга наблюдалось снижение активности эмитентов (в первую очередь, из числа крупных компаний), что стало следствием резкого ухудшения рыночной конъюнктуры. От размещения новых выпусков отказался целый ряд корпоративных эмитентов, среди которых были: ТГК-1, МРСК Центра и Поволжья, Сбербанк, Фольксвагенбанк Рус. и др. Общий объем размещения облигаций составил 248 млрд руб.

В 3 квартале в период летнего затишья на рынке активно размещались короткие (от 1 дня до 1-4 недель) выпуски эмитентов с государственным участием и структурные облигации госбанков, дополнительный доход по которым привязан к изменению базового актива и не «привязан» к текущим уровням процентных ставок. Основными заемщиками стали Сбербанк (два выпуска номинальным объемом 90 млрд руб.) и Газпром (с выпуском в размере 40 млрд руб.), т.е. 52% квартального объема размещенных облигаций пришлось на двух эмитентов. В целом за 3 квартал корпоративными эмитентами привлечено с рынка средств в объеме 291 млрд руб.

В 4 квартале наряду с эмитентами банковского сектора высокую активность проявили РЖД (три новых выпуска на 30 млрд руб.) и ее дочерняя компания ФПК (два выпуска общим объемом 15 млрд руб.)

Рисунок 8. Объем размещения корпоративных облигаций, млрд руб.



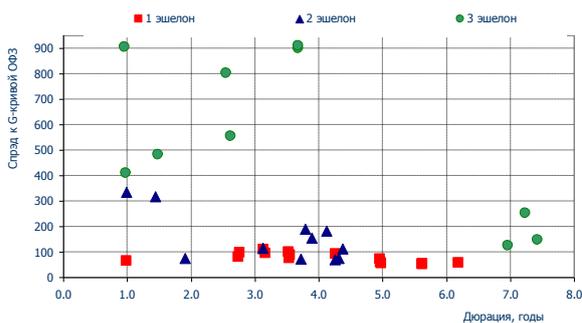
Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

Прошедший год был отмечен отсутствием дебютных размещений из эмитентов первого-второго эшелонов (за исключением БСК). При этом после многолетнего перерыва на рынок вернулись Газпром, Нижнекамскнефтехим, Уралкалий, Трансмашхолдинг, Новая перевозочная компания.

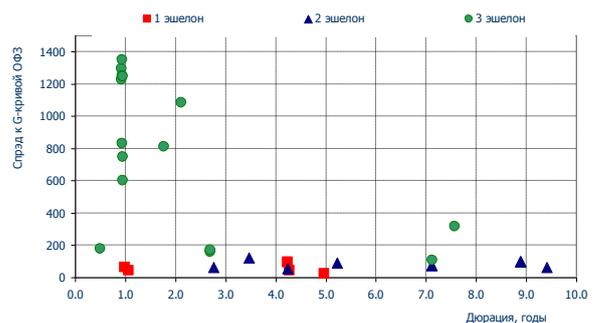
В первом квартале банки первого эшелона размещались со спрэдом к суверенной кривой, близким к 100 б.п., при этом для эмитентов корпоративного сектора первого эшелона достаточной премией были 50-70 б.п. Эмитенты второго эшелона размещали свои облигации со спрэдом к кривой ОФЗ преимущественно на уровне 70-190 б.п. при дюрации 2,0 – 4,5 года. Размещение выпусков эмитентов третьего эшелона проходило при более широком спрэде к ОФЗ от 150 б.п. до 900 б.п. Во 2 квартале рыночный спрос был сконцентрирован в основном на облигационных займах эмитентов первого эшелона, но при этом инвесторы требовали от эмитентов более высоких премий. В 3 квартале размещение 7-ми летних облигаций Газпрома в объеме 40 млрд. руб., которое прошло со спрэдом по доходности к ОФЗ на уровне более 70 б.п., стало знаковым событием на рынке с точки зрения ценообразования для всех остальных корпоративных заемщиков.

Рисунок 9. Доходность первичных размещений корпоративных облигаций в 2018г.

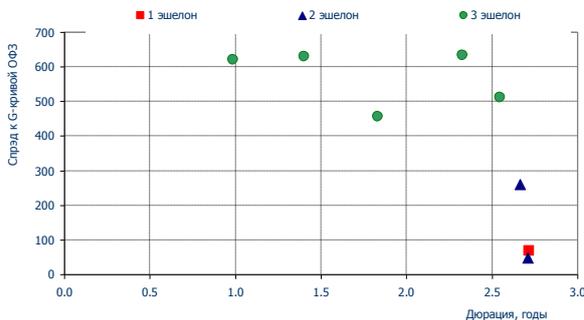
1 квартал



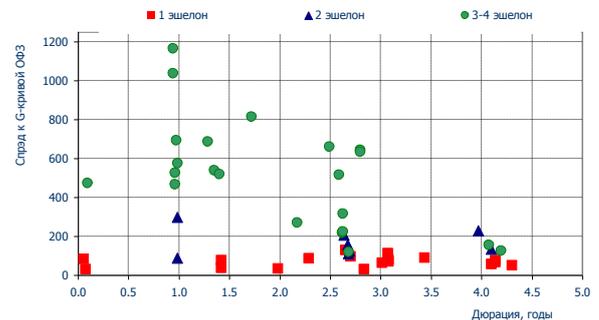
2 квартал



3 квартал



4 квартал



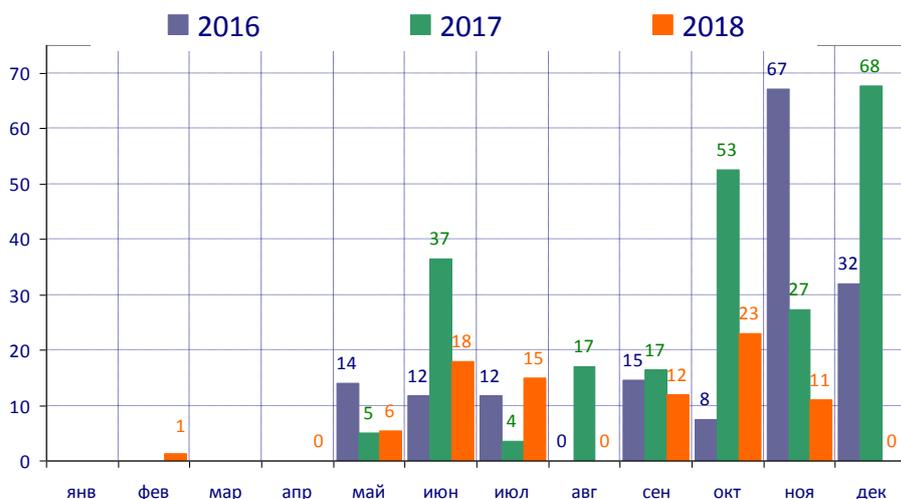
Источник: расчеты БК «РЕГИОН»

Крайне низкая активность наблюдалась на первичном рынке субфедеральных и муниципальных облигаций: годовой объем размещений составил всего 85,9 млрд руб., что в 2,6 раза ниже показателя 2017г. (226,1 млрд руб.). Несмотря на то, что 2 полугодие и, особенно последние месяцы года, традиционно являются периодом высокой активности субфедеральных и муниципальных заемщиков, в 2018г. в декабре полноценных размещений регионов не было. (Размещения Кировской области и Карелии по 1 облигации были техническими). Первые кварталы, как правило, характеризуются низкой активностью со стороны эмитентов данного сегмента. Размещения стартуют обычно в мае – июне. В 2018г. 24% годового объема пришлось на 2 квартал, 27% и 34% на 3 и 4 кварталы соответственно. В 1 квартале на первичном рынке прошла одна сделка - Ненецкий автономный округ доразместил выпуск в объеме 1,375 млрд руб., обеспечив 1 кварталу долю в обще годовом объеме размещения в размере 1,6%. С дебютными выпусками в течение 2018г. регионы не выходили, однако после долгого перерыва на рынок вернулись Хабаровский край и Камчатский край.

Слабая динамика на первичном рынке в сегменте субфедеральных и муниципальных бумаг стала следствием роста процентных ставок. **Многие регионы отказались от выхода на публичный рынок, отдав предпочтение банковским кредитам.**

В 2019г. мы ожидаем рост интереса регионов к облигационному рынку. По нашим оценкам, исходя из заложенных в бюджетах планов, в 2019г. объем размещения может составить порядка 260 млрд руб. при погашении 98,2 млрд руб.

Рисунок 10. Объем размещений субфедеральных облигаций, млрд руб.



Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

Таблица. Основные итоги размещения субфедеральных и муниципальных облигаций в 2018 г.

Выпуск	Дата размещения	Дата погашения	Объем выпуска, млн.руб.	Объем размещ., млн. руб.	Купон, %	Доходность при размещении	Дюрация, лет	Спрэд к ОФЗ, б.п.	Рейтинги межд. агентств S&P / Moody's / Fitch / АКРА / RAEX
Ненецкий АО*, 35001	28.02.2018	07.11.2024	1 375	1 375	7.80	8.03	3.04	155	- / - / BB- / - / -
Саха (Якутия), 35010	24.05.2018	15.05.2025	5 500	5 500	7.55	7.77	4.26	77	BB / - / BBB- / A(RU) / -
Краснодарский край, 35002	05.06.2018	03.06.2025	10 000	10 000	7.63	7.85	5.49	82	- / B1 / BB / A(RU) / ruA+
Самарская обл., 35014	14.06.2018	04.06.2026	8 000	8 000	7.45	7.66	4.32	53	BB / Ba3 / - / A+(RU) / -
Красноярский край, 35015	05.07.2018	26.06.2025	12 000	12 000	7.64	7.85	3.84	52	BB / B1 / BB+ / A(RU) / -
Ярославская обл., 35016	30.07.2018	21.09.2025	3 000	3 000	7.95	8.17	4.83	61	- / - / BB- / BBB-(RU) / -
Красноярский край, 35016	21.09.2018	12.09.2025	12 000	11 396	8.70	8.98	3.84	70	BB / B1 / BB+ / A(RU) / -
Красноярский край*, 35016	24.09.2018	12.09.2025	603.7	603.7	8.70	8.98	3.83	72	BB / B1 / BB+ / A(RU) / -
Саха (Якутия), 35011	03.10.2018	24.09.2025	6 000	6 000	8.95	9.25	4.08	103	BB / - / BBB- / A(RU) / -
Новосибирская обл., 34019	16.10.2018	15.10.2023	5 000	5 000	8.57	8.85	3.11	66	- / - / BBB- / A+(RU) / -
Свердловская обл., 35005	25.10.2018	23.10.2026	5 000	5 000	8.68	8.96	3.55	64	- / - / BB+ / A(RU) / -
Хабаровский край, 35007	26.10.2018	24.10.2025	5 000	4 072	9.00	9.31	4.54	89	- / - / - / ruBBB+
Хабаровский край*, 35007	26.10.2018	24.10.2025	927.6	1.436	9.00	9.31	4.54	89	- / - / - / ruBBB+
Липецкая обл., 35010	30.10.2018	21.10.2025	3 000	3 000	8.57	8.85	3.09	58	- / - / BB+ / AA-(RU) / -
Камчатский край, 35001	13.11.2018	11.11.2024	1 987	1 000	9.05	9.36	4.12	89	- / - / BB+ / - / ruA+
Нижегородская обл., 35013	22.11.2018	24.05.2024	10 000	10 000	8.68	8.97	2.99	68	- / B1 / BB- / - / ruA-
Кировская обл.**, 36001	14.12.2018	05.12.2025	5 000	0.001	8.5	8.78	4.41	30	- / - / BB- / - / -
Карелия**, 35019	26.12.2018	24.12.2025	2 000	0.100	8.45	8.72	3.64	36	- / - / B+ / - / ruBB+

* - доразмещение

** - техническое размещение

Пересмотр суверенных рейтингов

В течение 2018 года в результате плановых пересмотров суверенных кредитных рейтингов России агентства «большой тройки» предприняли следующие действия:

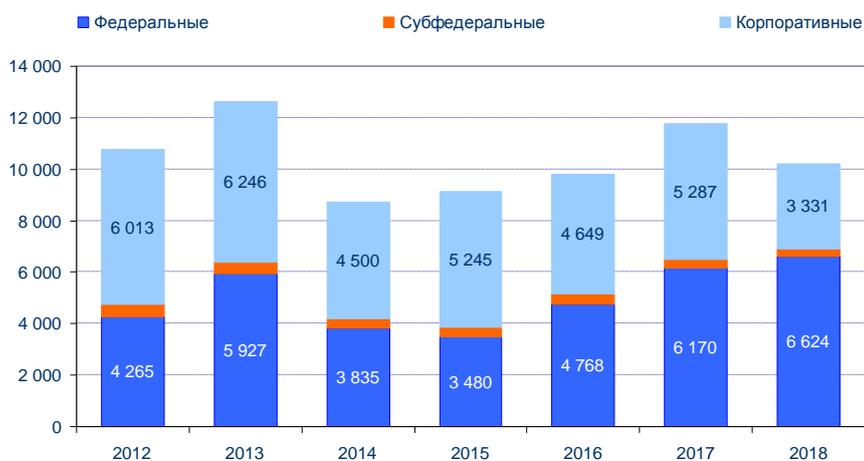
- 25 января 2018г. агентство Moody's улучшило прогноз суверенного рейтинга со «стабильного» до «позитивного», сохранив его на уровне «Ba1»;
- 23 февраля 2018г. агентство Fitch сохранило «позитивный» прогноз суверенного рейтинга, подтвердив рейтинг «BBB-»;
- 23 февраля 2018г. агентство Standard & Poor's повысило суверенный рейтинг с «BB+» до «BBB-», прогноз «стабильный»;
- 17 августа 2018г. агентство Fitch подтвердило суверенный рейтинг «BBB-», сохранив «позитивный» прогноз;

На конец года у России рейтинг инвестиционного уровня («BBB-») от двух международных кредитных агентств Standard & Poor's и Fitch и один рейтинг спекулятивного уровня («Ba1») от Moody's. При этом осенью 2018г. представитель Moody's допускала возможность повышения в 2019г. суверенного кредитного рейтинга России до инвестиционного.

Обороты вторичного рынка

По итогам 2018г. объем биржевых сделок с рублевыми облигациями составил 10 228,8 млрд руб., что на 13,2% ниже показателя за аналогичный период прошлого года, в том числе рост объема сделок наблюдался только в сегменте федеральных облигаций. В 2018 г. объем сделок с ними вырос на 7,3% до 6,624 трлн руб. Максимальное падение оборотов показал корпоративный сегмент – снижение к 2017 г. составило 37%, объем биржевых сделок с бумагами составил всего 3,331 трлн руб. против 5,287 трлн руб. годом ранее. В сегменте субфедеральных по сравнению с корпоративными облигациями наблюдалась менее сильное падение оборотов – на 17,2% до 273,9 млрд руб.

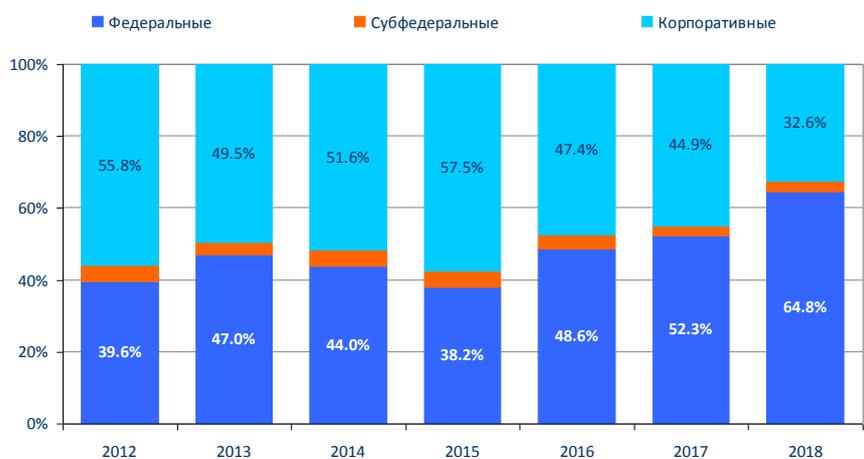
Рисунок 11.1. Объем биржевых сделок с облигациями, млрд руб.



Источники: МБ, расчеты БК «РЕГИОН»

Как и в предыдущие годы, **объем биржевых торгов с ОФЗ** превысил показатель по корпоративным облигациям, в 2018 г. – в 2 раза. Доля ОФЗ в суммарном объеме составила 64,8% против 32,6% по корпоративному долгу (52,3% против 44,9% по итогам 2017г.). На долю сделок с субфедеральными и муниципальными облигациями пришлось 2,7% от суммарного оборота против 2,8% по итогам всего 2017г.

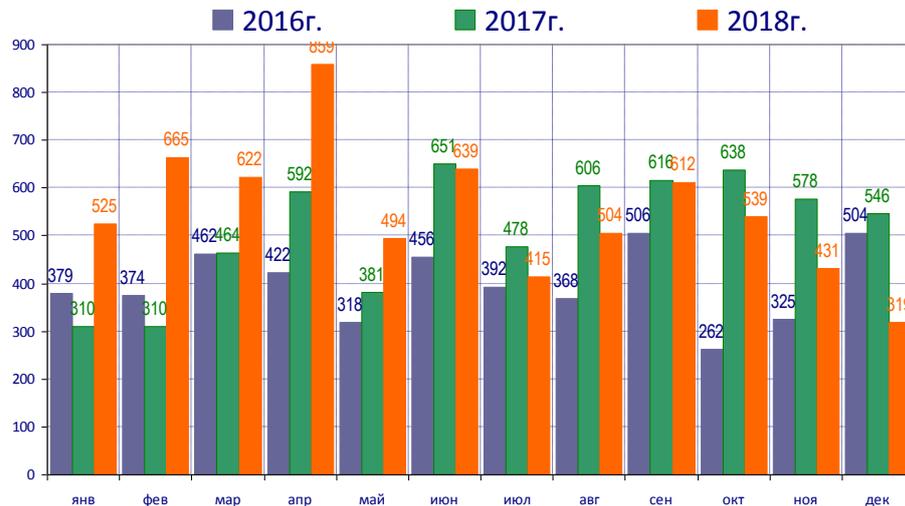
Рисунок 11.2. Структура биржевых сделок с облигациями, в % от суммарного объема



Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

В 2018г. наибольший объем сделок на рынке ОФЗ был зафиксирован по итогам апреля в объеме 859 млрд руб., также активными стали февраль (665 млрд руб.) и июнь (639 млрд руб.). Среднемесячный объем сделок составил около 552 млрд руб.

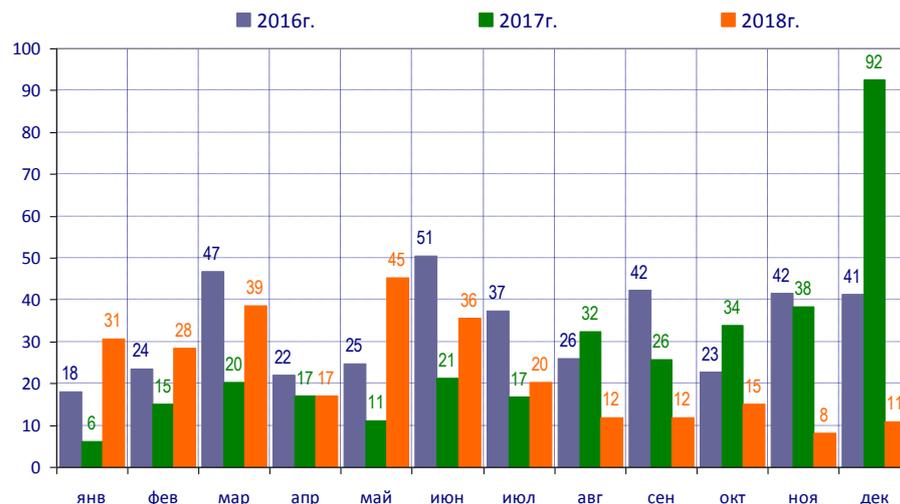
Рисунок 12. Объем торгов с ОФЗ в 2016-2018гг., млрд руб.



Источники: МБ, расчеты БК «РЕГИОН»

На **вторичном рынке субфедеральных облигаций** в 2018г. максимальная активность (45,2 млрд руб.) была отмечена в мае, минимальная (8,2 млрд руб.) – в ноябре, при среднемесячном объеме сделок 22,8 млрд руб.

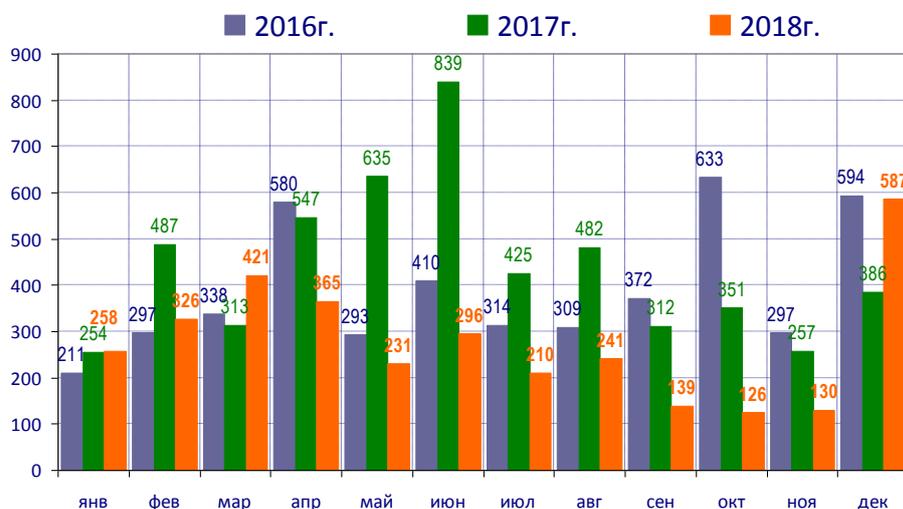
Рисунок 13. Объем торгов с субфедеральными облигациями, млрд руб.



Источники: МБ, расчеты БК «РЕГИОН»

В 2018г. среднемесячный объем сделок с **облигациями корпоративных эмитентов** значительно сократился до 277,6 млрд руб. против 440,6 млрд руб. в 2017г. Максимальный оборот за месяц составил 587,4 млрд руб. в декабре, минимальный - 126,4 млрд руб. в октябре.

Рисунок 14. Объем торгов с корпоративными облигациями в 2016-2017гг., млрд руб.



Источники: МБ, расчеты БК «РЕГИОН»

Конъюнктура рынка рублевых облигаций

Сохранение благоприятной конъюнктуры на рынке рублевых облигаций в начале 2018г. было связано с продолжением роста цен на нефть после достижения в конце 2017г. соглашения о сохранении ограничений на добычу нефти в 2018г. странами ОПЕК+, со стабильным курсом рубля и, соответственно, с возвращением интереса к рублевым активам со стороны инвесторов – нерезидентов. При этом рубль оставался достаточно стабильным, несмотря на высокую волатильность нефтяных цен.

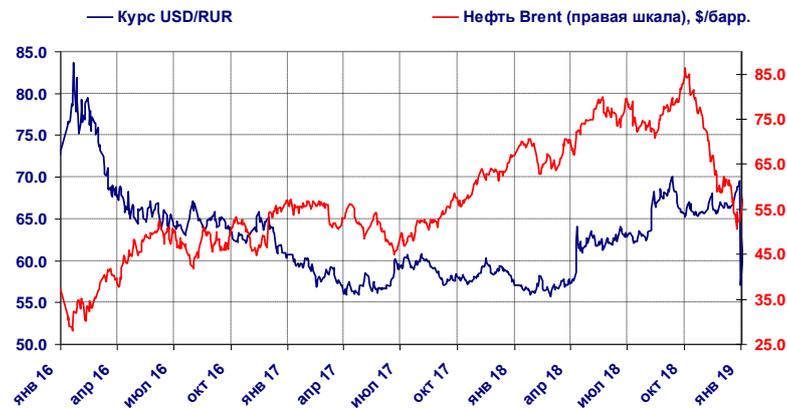
Во 2 квартале 2018г. ситуация резко ухудшилась. Введение в начале апреля новых санкций со стороны США, которые коснулись в т.ч. отдельных бизнесменов и их компаний, на фоне роста геополитических рисков привело к резкому ослаблению национальной валюты и существенному росту доходности на рублевом долговом рынке, прежде всего на рынке ОФЗ, где около трети рынка занимали нерезиденты. Серьезного негатива рынку добавило решение Правительства РФ о повышении НДС до 20% в 2019г.

В 3 квартале 2018г. рост геополитических рисков, связанный с началом и расширением торговых «войн» со стороны США, ожиданием введения санкций к Ирану, повышение процентных ставок в развитых странах (прежде всего ФРС США) и ряд других внешних факторов привели к очередному давлению на валютные и долговые рынки развивающихся стран. Риски введения новых санкций со стороны США к российскому суверенному долгу стали мощным фактором давления на рубль и на котировки бумаг, даже в ситуации стремительно растущих цен на нефть. Кроме этого негатива с начала сентября добавили заявления главы (а в дальнейшем и других представителей) Банка России о росте инфляционных рисков и появлении «ряда факторов», из-за которых может быть повышена ключевая ставка. 13 сентября Центральный Банк Турции (где был основной «очаг» напряженности среди развивающихся стран) повысил ставку с 17,75% до 24%, что привело к существенному улучшению настроений инвесторов не только на турецком, но и на всех рынках развивающихся стран. Банк России также повысил ключевую ставку на своем сентябрьском заседании на 25 б.п.

В результате четвертый квартал начался на фоне позитивной коррекции на долговом рынке, которая была не долгой, и уже в ноябре наметился плавный рост доходности на фоне очередного ослабления курса рубля на фоне резкого снижения цен на нефть.



Рисунок 15. Официальный курс рубля и котировки фьючерсов на нефть марки Brent



Источники: Банк России, REUTERS, БК «РЕГИОН»

В течение 2018г. цены на нефть находились преимущественно в повышательном тренде: начав год на отметке 66,9 долларов за баррель (3х- месячный фьючерс Brent), к началу октября его стоимость выросла до 86,3 долларов за баррель (+29% к началу 2018г.), продемонстрировав многолетний максимум. Последовавший обвал нефтяных цен стал результатом распродаж на рынке после переоценок игроками, во-первых, влияния санкций США к Ирану на мировое предложение нефти - они оказались мягче, чем озвучивалось изначально, и, во-вторых, прогнозов роста мирового спроса на нефть на 2019-2020гг. – они оказались хуже, чем ожидалось. В итоге стоимость 3х- месячного фьючерса Brent опустилась к концу 2018 г. до 52,2 долларов за баррель, потеряв за год 22%.

Рисунок 16. Динамика приведенных ценовых индексов МБ в 2018г.



Источники: МБ, расчеты БК «РЕГИОН» (значения на 01.01.2018г.=100)

Таблица. Изменение цен ОФЗ в 2018г.

Выпуск	Погашение	Текущая дюрация, лет	Изменение чистой цены, п.п.				
			1Q	2Q	3Q	4Q	YTD
26208	27.02.19	0.16	0.23	-0.79	-0.37	-0.13	-1.06
26216	15.05.19	0.38	0.60	-0.68	-0.19	0.09	-0.18
26210	11.12.19	0.93	0.84	-1.09	-0.32	0.00	-0.57
26214	27.05.20	1.36	1.37	-1.45	-0.64	0.30	-0.43
26205	14.04.21	2.12	1.05	-2.10	-1.61	-0.12	-2.77

26217	18.08.21	2.38	1.55	-2.27	-1.81	-0.22	-2.74
25083	15.12.21	2.72	2.11	-2.68	-1.65	-0.13	-2.35
26209	20.07.22	3.08	1.80	-3.63	-1.95	-0.12	-3.90
26220	07.12.22	3.47	2.85	-3.82	-2.27	-0.30	-3.53
26211	25.01.23	3.50	2.32	-3.82	-2.02	-0.60	-4.11
26215	16.08.23	3.92	2.14	-3.68	-2.54	-0.91	-5.00
26223	28.02.24	4.35	0.17	-3.52	-2.55	-0.86	-6.75
26222	16.10.24	4.76	2.85	-4.08	-3.27	-0.60	-5.10
26219	16.09.26	5.79	3.64	-4.68	-4.44	-1.08	-6.55
26207	03.02.27	5.88	3.54	-5.04	-4.85	-0.88	-7.23
26212	19.01.28	6.52	3.47	-4.05	-4.75	-1.11	-6.44
26224	23.05.29	7.36	-	-4.49	-5.11	-0.68	-10.28
26218	17.09.31	7.85	3.92	-5.26	-6.58	-0.67	-8.59
26221	23.03.33	8.53	3.88	-4.25	-6.22	-0.87	-7.47
26225	10.05.34	9.08	-0.01	-4.07	-6.14	-0.62	-10.83
В среднем по рынку		4.21	2.02	-3.27	-2.96	-0.48	-4.79

Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

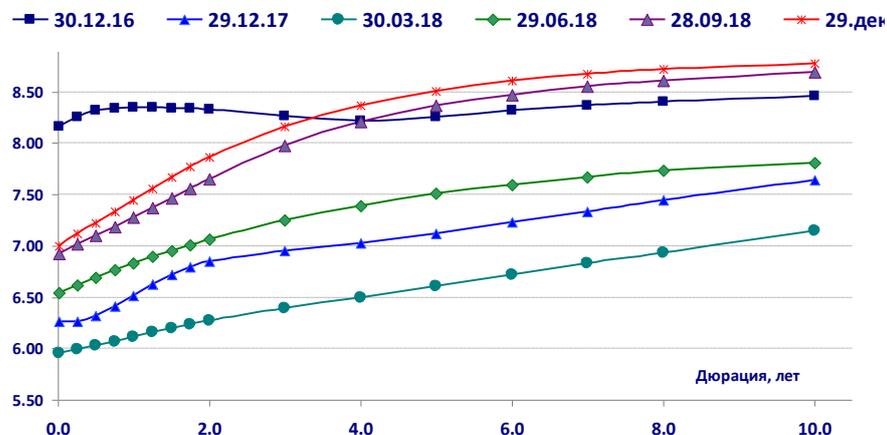
В течение 1 квартала доходность на рынке ОФЗ плавно снижалась по всем срокам обращения облигаций и к концу рассматриваемого периода опустилась от 40-45 до 50-60 б.п. на всей «кривой».

В начале 2 квартала доходность ОФЗ достигла своего локального минимума за последние четыре года с момента введения антироссийских санкций. По итогам 2 квартала 2018г. рост доходности ОФЗ составил от 50-60 б.п. на коротком и длинном концах «кривой» и до 80-90 б.п. – по среднесрочным выпускам.

В 3 квартале одним из самых драматичных периодов на рынке ОФЗ стала первая декада сентября, в течение которой цены средне- и долгосрочных облигаций снизились в пределах 2,0-4,5 п.п., а доходность достигла своих локальных максимумов (9,30-9,32% годовых по самым долгосрочным выпускам). По итогам 3 квартала рост доходности ОФЗ составил в пределах 40-88 б.п.

В последние месяцы года на рынке наблюдалась повышенная волатильность, ставшая следствием, как обострения геополитических рисков, так и нарастания внутренней неопределенности - ускорение инфляции и ослабление рубля повышали вероятность ужесточения денежно-кредитной политики со стороны Банка России.

Рисунок 17. G-кривая бескупонной доходности ОФЗ в 2016 – 2018гг.



Источники: moex.com, БК «РЕГИОН»

Таблица. Изменение доходности ОФЗ в 2018г.

Выпуск	Погашение	Текущая дюрация, лет	Изменение доходности, п.п.				
			1Q	2Q	3Q	4Q	YTD
26208	27.02.19	0.16	-0.54	0.67	0.42	0.01	0.56
26216	15.05.19	0.38	-0.58	0.66	0.33	-0.02	0.40
26210	11.12.19	0.93	-0.56	0.71	0.29	0.09	0.54
26214	27.05.20	1.36	-0.67	0.83	0.52	-0.04	0.65
26205	14.04.21	2.12	-0.45	0.74	0.68	0.07	1.03
26217	18.08.21	2.38	-0.57	0.75	0.70	0.12	1.00
25083	15.12.21	2.72	-0.66	0.88	0.63	0.13	0.97
26209	20.07.22	3.08	-0.53	0.99	0.60	0.06	1.13
26220	07.12.22	3.47	-0.75	0.98	0.66	0.13	1.03
26211	25.01.23	3.50	-0.59	0.99	0.60	0.25	1.25
26215	16.08.23	3.92	-0.49	0.87	0.68	0.30	1.35
26223	28.02.24	4.35	-0.04	0.80	0.67	0.29	1.72
26222	16.10.24	4.76	-0.56	0.82	0.74	0.18	1.18
26219	16.09.26	5.79	-0.59	0.75	0.80	0.22	1.17
26207	03.02.27	5.88	-0.56	0.76	0.82	0.16	1.19
26212	19.01.28	6.52	-0.51	0.62	0.80	0.22	1.12
26224	23.05.29	7.36	0.00	0.64	0.80	0.14	1.58
26218	17.09.31	7.85	-0.46	0.59	0.83	0.09	1.06
26221	23.03.33	8.53	-0.44	0.48	0.78	0.12	0.95
26225	10.05.34	9.08	0.00	0.46	0.77	0.09	1.32
В среднем по рынку			-0.48	0.75	0.66	0.13	1.06

Источники: расчеты БК «РЕГИОН»

Говоря о конъюнктуре рынка ОФЗ, нельзя не отметить сохраняющееся влияние операций инвесторов – нерезидентов. В течение предыдущих нескольких лет на рынке наблюдался преимущественно рост вложений нерезидентов в ОФЗ, которые на 1 апреля 2018г. достигли своего исторического максимума в 34,5%. С того момента наблюдается «бегство» иностранных инвесторов из российского риска. По данным Банка России, номинальный объем гособлигаций, принадлежащих нерезидентам, на 1 января 2019г. составлял 1,790 трлн руб. при общем объеме рынка ОФЗ в размере 7,325 трлн руб., а их доля упала до 24,4%. С начала 2018г. доля нерезидентов снизилась на 8,7%, в абсолютном выражении снижение составило 440 млрд руб. (-19,7%).

Рисунок 18. Доля и объем вложений нерезидентов на рынке ОФЗ



Источники: Банк России, расчеты БК «РЕГИОН»

Если в течение всего 2017г. одним из главных факторов, оказывающих положительное влияние на динамику рублевых облигаций, были данные по инфляции, которая по итогам года достигла исторически минимального уровня в 2,5%, то в прошлом году влияние было разнонаправленным. Если в начале года наблюдалось продолжение снижения годовых темпов инфляции, в результате которого в январе – июне т.г. инфляция закрепились на новом минимальном уровне в пределах 2,2-2,4% год к году. После возвращения в июле на уровень в 2,5% в последующие пять месяцев до конца года инфляция устремилась вверх и достигла по итогам декабря уровня в 4,3% год к году, что оказалось выше на 0,1 п.п. верхнего уровня диапазона прогноза Банка России. Повышение инфляции и рост инфляционных ожиданий привели ко второму повышению ключевой ставки на 25 б.п., которое состоялось в декабре 2018г.

Рисунок 20. Годовая инфляция и ключевая ставка Банка России, %



Источники: Банк России, Росстат.

Динамика процентных ставок на рынке субфедеральных и корпоративных облигаций в целом повторяла движение на рынке ОФЗ, но при меньшей волатильности, что обусловлено меньшей дюрацией и более быстрой потерей ликвидности. По итогам 2018г., в соответствии с индексами доходности, рассчитываемыми Московской биржей, средняя доходность субфедеральных и корпоративных облигаций выросла на 97 и 73 б.п. соответственно против 115 б. п. в среднем по ОФЗ.

Рисунок 19. Индексы доходности рублевых облигаций и ключевая ставка ЦБ РФ



Источники: Банк России, индексы облигаций МБ, БК «РЕГИОН»

Инвестиционная привлекательность

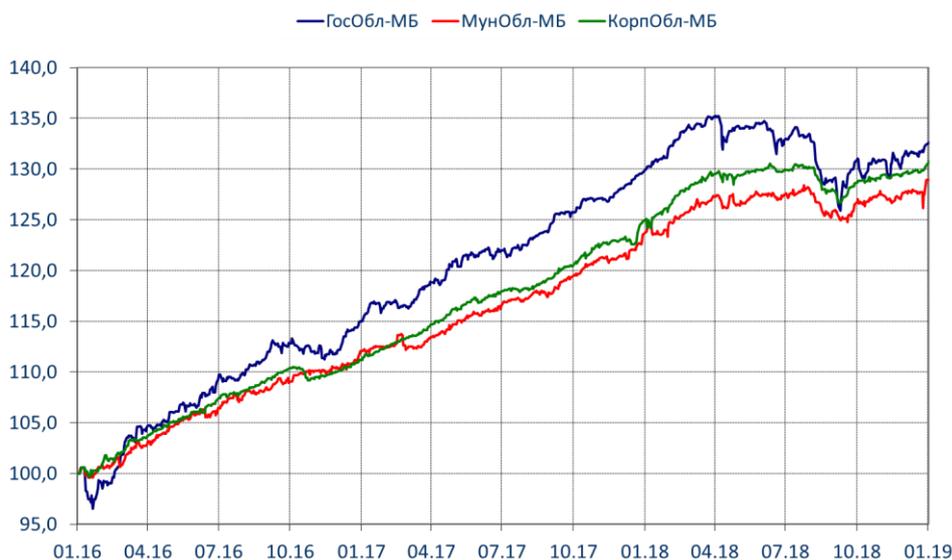
По итогам 2018г. вложения в ОФЗ принесли доход в размере 2,12%, что существенно ниже показателя на рынке субфедеральных и корпоративных облигаций, инвестиции в которые принесли доход в размере 4,32% и 4,42% соответственно. При этом доходы от вложений в облигации существенно уступили результату инвестиций на фондовом рынке, показавшие рост за год в размере более 12,3%. Доходы от вложений в ОФЗ, корпоративные и субфедеральные облигации вновь снизились по сравнению с результатами за предыдущие три года, при этом доходы от госбумаг даже не обогнали инфляцию. Минимальное превышение показали вложения в субфедеральные и корпоративные облигации (4,32% и 4,42% соответственно против ИПЦ=4,3%). Наиболее успешные результаты показал валютный рынок, в т.ч. максимальные - вложения в доллар США (+21,78%), покупка евро принесла бы доходы в размере 16,49%.

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

Инструмент	Период					
	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Рынок облигаций						
Государственные (ОФЗ)	2,12%	12,79%	14,98%	29,38%	-14,36%	3,80%
Субфедеральные	4,32%	10,29%	12,03%	16,17%	-4,49%	7,79%
Корпоративные	4,42%	12,28%	10,97%	18,56%	-1,43%	8,81%
Рынок акций						
Индекс ММВБ	12,30%	-4,71%	25,69%	26,12%	-9,32%	4,43%
Валютный рынок						
долл. США	21,78%	-5,95%	-16,77%	22,99%	81,06%	7,76%
евро	16,49%	6,89%	-19,93%	16,61%	51,97%	11,79%
бивалютная корзина	19,17%	-0,01%	-18,27%	19,33%	66,45%	9,85%
Инфляция (справочно)						
ИПЦ	4,30%	2,50%	5,40%	12,90%	11,40%	6,50%

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

Рисунок 20. Индексы совокупного дохода рублевых облигаций МБ в 2016-2018гг.



Источники: индексы облигаций МБ, расчеты БК «РЕГИОН» (на 01.01.2016г. значения индексов = 100%)

Перспективы и основные риски на долговом рынке

Несмотря на то, что 2018г. заканчивался на фоне некоторой стабилизации ситуации на рублевом долговом рынке, предстоящий год может быть достаточно сложным и не предсказуемым, учитывая сохранение большого количества факторов неопределенности.

Прогноз основных макроэкономических показателей в 2019г.

Параметры	Базовый сценарий	Пессимистичный сценарий
Нефть Brent, \$/баррель	60,0 - 70,0	50,0 - 55,0
Курс, \$/руб.	63,0 - 66,0	68,0 - 70,0
Инфляция, %, г/г	4,9 - 5,2	5,7-6,00
Ключевая ставка ЦБ РФ, % годовых	7,25 - 7,75	8,00 - 8,25
Доходность ОФЗ, срок обращения - 10 лет	7,90 - 8,20	8,75- 9,00
Доходность корпоративных облигаций, 1 эшелон (срок обращения - 3-5 лет)	8,70 - 9,00	9,50 - 9,75

Основными факторами, определяющими динамику рублевого долгового рынка в 2019г., станут следующие:

- ✓ **Геополитические риски.** Геополитические риски, связанные с развязыванием торговых «войн» между США и Китаем, а также рядом других стран, с замедлением мировой экономики, фактически с началом «холодной» войны, с вмешательством во внутренние дела других стран и с целым рядом возможных событий остаются главным фактором давления и периодически общего снижения интереса к валютам и активам развивающихся стран, в т.ч. к российской национальной валюте и рублевым активам. Кроме того, геополитические факторы могут привести к усилению волатильности на товарных и финансовых рынках.
- ✓ **Тенденции ужесточения денежно-кредитной политики в мире.** Ужесточение денежно-кредитной политики ФРС США и центральными банками других стран с развитыми рынками повышает риски устойчивого оттока капитала из стран с развивающимися рынками.
- ✓ **Антироссийские санкции.** Рублевые активы будут находиться под дополнительным давлением из-за опасений относительно возможности введения новых санкций, которые могут включать ограничения со стороны США на покупку нового госдолга РФ. В случае введения новых санкций со стороны США можно ожидать продолжение оттока средств нерезидентов с рынка ОФЗ, который по итогам последних 9 месяцев 2018г. составил более 560 млрд руб.
- ✓ **Инфляция и инфляционные ожидания.** В 2018г. инфляция в годовом выражении ускорилась до 4,3% против 2,5% годом ранее. Одновременно с осени прошлого года продолжился рост инфляционных ожиданий, которые в декабре достигли 10,2%. При этом Банк России предполагает, что инфляционные ожидания на прогнозном горизонте останутся чувствительными к разовым событиям, оказывающим влияние на инфляцию, в большей мере это касается ожиданий населения. Регулятор ожидает, что годовая инфляция достигнет максимума в 1 полугодии 2019 года и составит 5,0–5,5% на конец 2019г., а к 4% вернется в 1 половине 2020г., когда эффекты произошедшего ослабления рубля и повышения НДС будут исчерпаны.
- ✓ **Политика Банка России.** Совет директоров Банка России 14 декабря 2018г. принял решение повысить ключевую ставку на 0,25 процентного пункта, до 7,75% годовых. По заявлению регулятора, принятое решение носит упреждающий характер и направлено на ограничение инфляционных рисков, которые остаются на повышенном уровне, особенно на краткосрочном горизонте. Повышение ключевой ставки позволит предотвратить устойчивое закрепление инфляции на уровне,

существенно превышающем цель Банка России. Также в своем заявлении Банк России отметил, что продолжается некоторое ужесточение денежно-кредитных условий. Доходности ОФЗ остаются заметно выше уровней 1 квартала текущего года. Происходит дальнейшее повышение процентных ставок на депозитно-кредитном рынке. Повышение ключевой ставки Банком России будет способствовать сохранению положительных реальных процентных ставок по депозитам, что поддержит привлекательность сбережений и сбалансированный рост потребления.

- ✓ **Планы по повышению заимствований на внутреннем рынке со стороны Минфина.** План заимствований Минфина РФ через ОФЗ на 2019г. составляет почти 2,4 трлн руб., при этом «чистые» размещения составят порядка 1,7 трлн руб., в т.ч. для инфраструктурных инвестиций. На 1 квартал 2019г. Минфин заявил объем внутренних займов на 450 млрд руб. При этом Минфин РФ отмечал, что возможное введение санкций США в отношении российского долга не помешает России осуществить планы государственных заимствований, т.к. спрос внутренних инвесторов будет достаточен для осуществления государственных заимствований в запланированных объемах даже без активного участия иностранцев на рынке ОФЗ. В 2018г. программа внутренних заимствований была в середине года увеличена до 1,044 трлн руб., осенью была сокращена на 480 млрд руб., а план по чистому привлечению снижен на 380 млрд руб. При этом Минфин не был обеспокоен по поводу невыполнения уточненной программы внутренних заимствований на 2018г., отмечая, что снижение объема внутренних займов будет возмещено остатками и бюджетными ресурсами без ущерба для выполнения расходных обязательств. Вместе с тем, существенное увеличение государственных заимствований может привести также к росту ставок и смещению интереса инвесторов с рынка субфедерального и корпоративного долга.
- ✓ **Навес нереализованных размещений субъектов РФ и корпоративных заемщиков.** Отказ от выхода на рынок облигаций в прошлом году многими регионами, а также крупными и средними корпоративными заемщиками может сформировать большое предложение на первичном рынке в 2019г. при условии стабилизации ситуации на финансовых рынках. В настоящее время Банком России и на Московской бирже зарегистрированы выпуски корпоративных эмитентов на общую сумму более 3 трлн рублей по номиналу. Кроме того, более 10 трлн руб. по номинальной стоимости приходится на нерасплаченные облигации в рамках зарегистрированных программ биржевых облигаций (ПБО). Естественно, что лишь небольшая часть может быть реализована в 2019г., но наличие таких программ свидетельствует о возможном «быстром» старте заемщиков. Кроме того, в 2019г. корпоративным заемщикам придется рефинансировать погашаемые облигации на сумму более 530 млрд руб., регионам – на сумму порядка 100 млрд руб.

БК «РЕГИОН»

Адрес: Москва, Зубовский бульвар, д.11А
Многоканальный телефон: +7 (495) 777 29 64
Факс: +7 (495) 7772964 доб. 234

www.region.ru

REUTERS: REGION
BLOOMBERG: RGNM

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

РУБЛЕВЫЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК
Екатерина Шилыева (доб. 253, shilyaeva@region.ru)
Татьяна Тетеркина (доб. 112, Teterkina@region.ru)
Максим Швецов (доб. 694, SHvetsov@region.ru)

ОТРАСЛЕВАЯ АНАЛИТИКА
Валерий Вайсберг (доб.192, vva@region.ru)

АНАЛИТИКА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ
Александр Ермак (доб. 405, aermak@region.ru)
Юлия Гапон (доб. 294, gapon@region.ru)

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями ГК РЕГИОН. 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. ГК 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.