



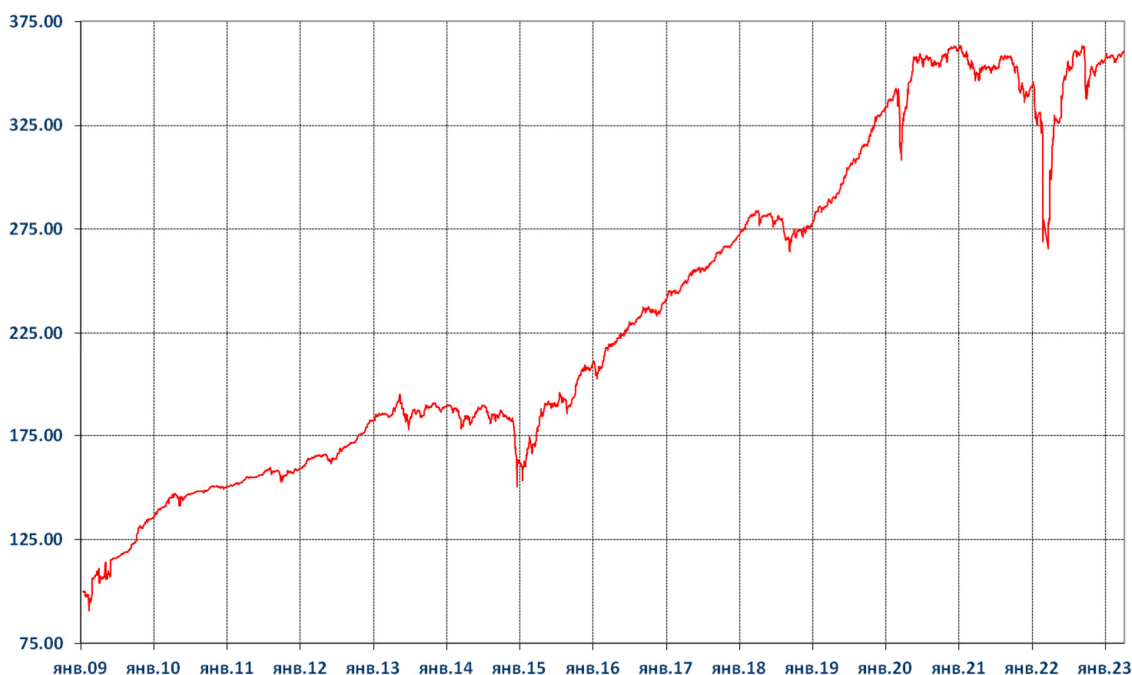
Александр Ермак, aermak@region.ru

Мария Сулима, sulima@region.ru

**Рынок облигаций: потерял ориентиры для дальнейшего движения  
на фоне противоречивых внутренних сигналов**  
**ОБЗОР РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЗА I КВАРТАЛ 2023г.**

В первые два месяца первого квартала 2023г. на рынке рублевых облигаций, прежде всего государственных и качественных корпоративных, наблюдались снижение цен и повышение доходности, которые ускорились после февральского заседания Банка России, на котором сохранилась жесткая риторика заявления и последующих комментариев, и к началу третьей декады февраля т.г. достигли своих локальных минимальных и максимальных уровней соответственно. Однако в дальнейшем произошла коррекция вверх по ценам, плавно перешедшая в боковое движение. Долговой рынок потерял ориентиры для своего дальнейшего движения на фоне противоречивых внутренних сигналов. С одной стороны, на мартовском заседании Банк России вновь занял жесткую позицию относительно дальнейшего проведения денежно-кредитной политики, заявив, что вероятность повышения ключевой ставки в дальнейшем остается по-прежнему выше, чем ее снижение. С другой стороны, в последнее время наблюдалось существенное сокращение темпов недельной и месячной инфляции, что вместе с эффектом высокой базы в прошлом году приводит к ее резкому падению и в годовом выражении. Кроме того, Минфин РФ существенно ограничивал «премию» инвесторам, отсекая наиболее агрессивные заявки, составившие более половины от общего объема спроса, или даже признавая аукционы не состоявшимися в связи с отсутствием заявок по приемлемым уровням цен. Такая неопределенность на рынке, по нашим оценкам, может сохраниться и в течение большей части второго квартала 2023г., но не исключаем прояснения ситуации после июньского заседания Банка России.

**Индекс совокупного дохода ОФЗ Московской биржи, %**



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



## Ключевые факторы, которые оказывали в 1 квартале 2023г. и могут оказать до конца 2023г. влияние на рынок рублевых облигаций

### 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. В 2023 году ставка уже повышалась два раза по 50 б.п. до 3,5% и сохраняются ожидания ее дальнейшего повышения. 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. В 2023г. на двух состоявшихся заседаниях также было принято решение о ее повышении дважды на 25 б.п. до текущих 5,0%. *Прогнозы по дальнейшей динамике ключевой ставки в 2023 г. в Еврозоне предполагают ее дальнейшее повышение на 25 б.п. трижды на очередных трех заседаниях до 4,25%, по ставке ФРС консенсус прогноз предполагает еще одно потенциальное повышение до конца текущего года до 5,25%.* 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 – 5,6-6,3%.* 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 *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. 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., затем в марте 2023 г. было принято решение о сохранении данных ограничений до конца текущего года, а также РФ приняла добровольное решение снизить добычу нефти на 500 тысяч баррелей в сутки до июня 2023 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 \$82,95/бар.** (\$103 в 2022 г.), **отражая сокращение спроса и замедление экономического роста. Стоимость российской Urals в 2023 г. оценивается в \$55/бар, что подразумевает некоторое сокращение дисконта до 33%.**

✓ **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



итогах декабря составила 11,94%. В первом квартале 2023 года инфляция снизилась до 3,51% в годовом выражении продолжает снижаться. Тем не менее, 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 28 апреля 2023 г., а на последнем заседании в марте 2023 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. В заявлении по итогам предыдущего мартовского заседания среди **проинфляционных факторов** были отмечены «рост бюджетных расходов, сохраняющиеся инфляционные ожидания, дефицит рабочей силы, ограничения на стороне предложения, расширение бюджетного дефицита, а также ухудшение условий внешней торговли». Таким образом, не исключено, что по итогам очередных ближайших заседаний ЦБ может принять о поэтапном незначительном повышении в зависимости от ожидаемого инфляционного давления.

✓ **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 ~80-85 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, 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.

✓ **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.). 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.

✓ **Отсутствие притока новых денежных средств в пенсионные накопления НПФ и УК** говорит о сохранении слабых возможностях НПФ увеличивать вложения на долгом рынке и в 2023 году. Основным источником для вложений на рынке облигаций для институциональных инвесторов будут средства, полученные ими от погашений и выплат купонов. Суммарный объем погашений и объем выплат купонных доходов в 2023 году во всех сегментах рублевого облигационного рынка составляет порядка 4,53 трлн руб. (53,3% из которых приходится на погашение основного долга).

✓ **Рост активности инвесторов – физических лиц.** В 2022г. продолжился рост активности инвесторов – физических лиц. По данным Московской бирже 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. В первом квартале 2023 г. количество открытых счетов физических лиц увеличилось на 1,596 млн до 24,4959 млн счетов, а доля физических лиц в объеме вторичных торгов облигациями стабильно превышает 28% против 25% в среднем за 2022г.

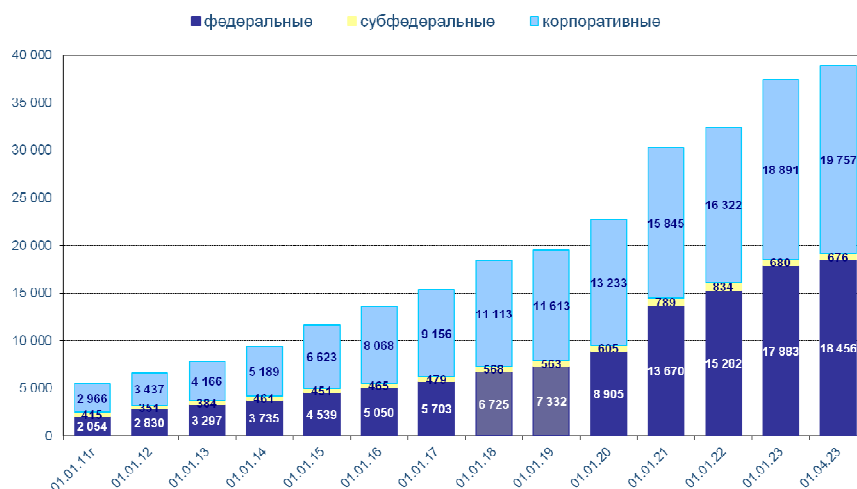




### Объем и структура рынка рублевых облигаций

На конец I квартала 2023г. рынок рублевых облигаций (без учета краткосрочных и коммерческих облигаций) по нашим оценкам составил около 38,889 трлн руб., что на 3,8% выше показателя на начало текущего года. При этом единственным сегментом, который показал снижение (-0,6%), был рынок субфедеральных облигаций, объем которого составил порядка 675,9 млрд руб. Объемы федеральных и корпоративных облигаций в обращении выросли на 3,2% и 4,6% до 18,456 и 19,757 трлн руб., соответственно.

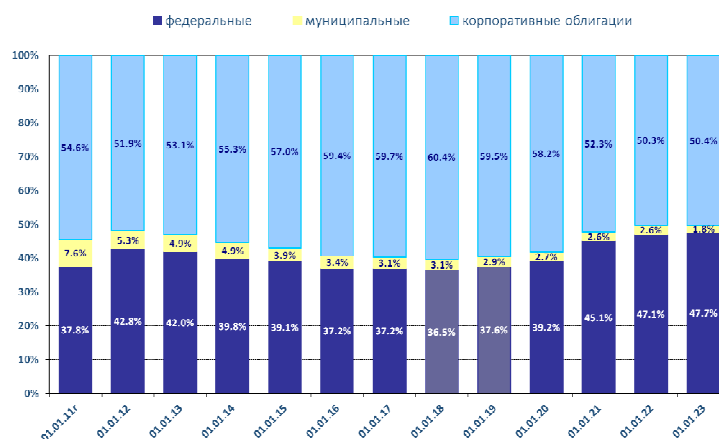
### Объем рублевого облигационного рынка в обращении, млрд руб.



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Доля ОФЗ в первом квартале впервые после пятилетнего роста показала снижение с 47,7% до 47,5%. Доля субфедеральных облигаций снизилась до уровня 1,74% против 1,80% на начало 2023года, сохранив устойчивую тенденцию к снижению в течение последних более 12 лет (после того, как на начало 2010г. был зафиксирован их максимальный уровень 9,35%). При этом доля корпоративных облигаций выросла до 50,8%, превысив уровень начала 2022 2023гг., когда он составлял 50,3% и 50,4% соответственно, но оставшись ниже уровня начала 2021г. (52,3%).

### Структура рублевого облигационного рынка в обращении, %

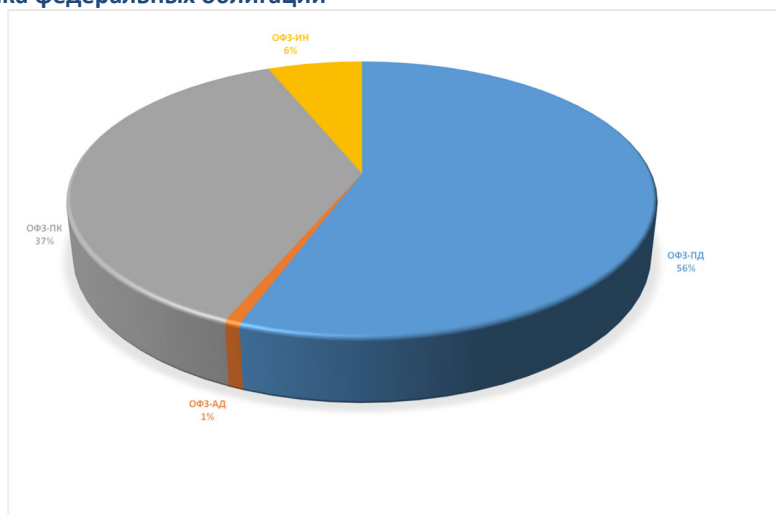


Источник: расчеты БК «РЕГИОН»



На рынке государственных облигаций основную долю около 55,7% занимают облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД), которая по итогам 1 квартала 2023г. выросла на 0,9%. Продолжается снижение (на 0,2%) доли облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД), которая составила 0,7%. Доля ОФЗ-ПК, аукционы по которым не проводились в первом квартале текущего года, снизилась с начала года на 1,2 п.п. до 37,4%. Около 6,2% (+0,5п.п. с начала года) рынка занимают облигации федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН), что стало результатом завершения размещения выпуска 52004, которое началось в сентябре 2021г., началом размещения выпуска 52005.

Структура рынка федеральных облигаций



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Кроме того, на 1 апреля 2023г. на счетах физических лиц лежали **ОФЗ-н** четырех выпусков на общую сумму 19,017 млрд руб., которая снизилась с начала года на 3,152 млрд руб. (-14,2%) за счет частичного досрочного погашения по данным выпускам. Напомним, что в 2022г. Минфин РФ решил не возобновлять размещение данных облигаций (после приостановки в феврале прошлого года) в связи с достижением целей, поставленных при запуске эмиссии «народных ОФЗ», в части содействия повышению финансовой грамотности населения и привлечения граждан на финансовые рынки.

На рынке субфедеральных и муниципальных облигаций, обращающихся на МБ, на конец 1 квартала 2023 года было представлено 102 выпуска долговых ценных бумаг 39 региона – эмитента на общую сумму 662 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 17,1% от общего объема. Второе место заняла Московская область, объем облигаций в обращении которой составил 105,05 млрд руб. или 15,5% 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 7,2% до 2,7% рынка. При этом первая десятка регионов занимает порядка 73,6% 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                   | 17.1%         | 3                   | 2.6%    |
| 2      | Московская обл.   | 105 050.0                   | 15.5%         | 6                   | 5.2%    |
| 3      | Свердловская обл. | 53 500.0                    | 7.9%          | 9                   | 7.8%    |

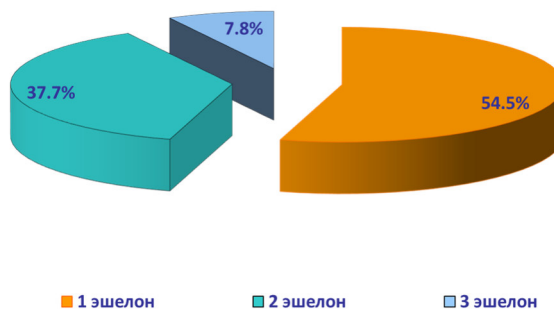


|    |                          |          |      |   |      |
|----|--------------------------|----------|------|---|------|
| 4  | Санкт-Петербург          | 48 756.1 | 7.2% | 3 | 2.6% |
| 5  | Нижегородская обл.       | 41 500.0 | 6.1% | 5 | 4.3% |
| 6  | Саратовская область      | 33 500.0 | 5.0% | 2 | 1.7% |
| 7  | Красноярский край        | 28 707.8 | 4.2% | 5 | 4.3% |
| 8  | Республика Саха (Якутия) | 27 900.0 | 4.1% | 7 | 6.0% |
| 9  | Краснодарский край       | 24 500.0 | 3.6% | 3 | 2.6% |
| 10 | Ярославская обл.         | 18 550.0 | 2.7% | 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.         | 14 175.0 | 2.1% | 4 | 3.4% |
| 14 | Томская область          | 13 250.0 | 2.0% | 3 | 2.6% |
| 15 | Новосибирская обл.       | 13 000.0 | 1.9% | 4 | 3.4% |
| 16 | Белгородская обл.        | 11 680.0 | 1.7% | 6 | 5.2% |
| 17 | Республика Коми          | 9 000.0  | 1.3% | 1 | 0.9% |
| 18 | Новосибирск              | 8 600.0  | 1.3% | 3 | 2.6% |
| 19 | Ставропольский край      | 8 200.0  | 1.2% | 2 | 1.7% |
| 20 | Челябинская обл.         | 7 000.0  | 1.0% | 3 | 2.6% |
| 21 | Оренбургская обл.        | 7 000.0  | 1.0% | 2 | 1.7% |
| 22 | Республика Удмуртия      | 5 000.0  | 0.7% | 2 | 1.7% |
| 23 | Волгоградская обл.       | 5 000.0  | 0.7% | 1 | 0.9% |
| 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 область         | 3 700.0  | 0.5% | 3 | 2.6% |
| 28 | ХМАО                     | 3 400.0  | 0.5% | 2 | 1.7% |
| 29 | Калининградская обл.     | 3 353.3  | 0.5% | 4 | 3.4% |
| 30 | Хабаровский край         | 3 259.1  | 0.5% | 1 | 0.9% |

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

По нашим оценкам, доля облигаций региональных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) составила 54,5% на конец первого квартала. В обращении находится 29 выпусков 9 эмитентов на общую сумму 368,4 млрд руб. Доля облигаций второго и третьего эшелонов составила 37,7% и 7,8% соответственно. В обращении находится 64 и 23 выпуска 21 и 13 эмитентов на общую сумму порядка 254,7 и 52,7 млрд руб. соответственно.

Эшелонированность рынка субфедеральных облигаций, % от общего объема



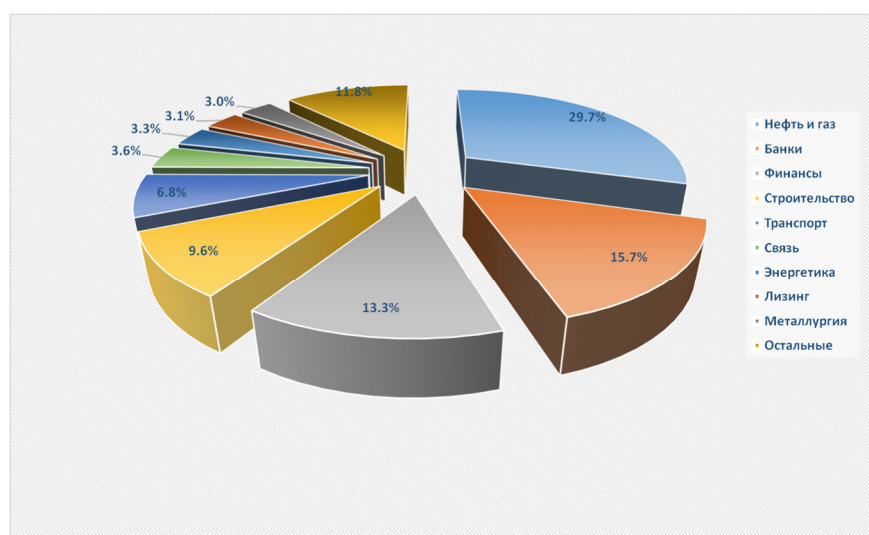
Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»





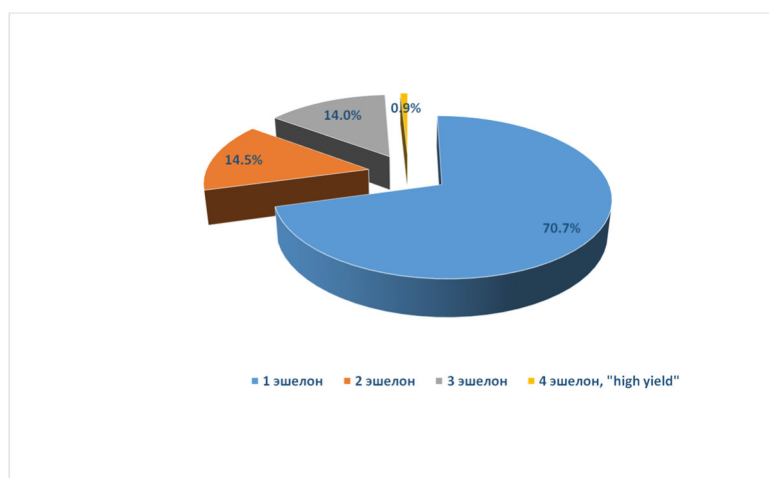
На рынке корпоративных облигаций на конец первого квартала 2023г. в обращении на Московской бирже находилось 1944 (на 31 выпуск больше по сравнению с началом года) выпуска 381 (+10) эмитента (без учета краткосрочных облигаций). Максимальную долю на рынке по-прежнему сохраняет нефтегазовый сектор с объемом более 5,141 трлн руб. или 29,7% от общего объема корпоративных облигаций в обращении. На втором месте с долей рынка 15,7% находятся банковские облигации общим объемом 2,726 трлн руб. Еще порядка 13,3% и 3,1% (3 и 8 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 32,2% от общего объема корпоративных облигаций в обращении, что стало на 3,2% ниже показателя на начало года. Кроме того, порядка 1,0% рынка занимают облигации МФО. Реальная экономика представлена также строительством (4-е место, 9,6%), транспортным сектором (5-е место, 7,3%), связью (3,6%), энергетикой (3,3%), металлургией (3,0%) и химией / нефтехимией (2,3%). На долю остальных отраслей приходится 9,5% рынка, при этом максимальная доля не превышает 1,7%.

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



Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН».

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



Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»



Доля облигаций корпоративных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством), по нашим оценкам, составила 70,7% против 66,7% на начало 2023 года от суммарного объема рынка соответственно. Доля облигаций второго эшелона составляет, по нашим оценкам, 14,5% (22,0% на начало года), третьего эшелона – 14,0% (9,0% на начало года). На конец 2022г. в обращении на рынке находилось 256 выпусков высокодоходных облигаций (ВДО) 147 эмитентов (против 239 и 135 соответственно на начало года) на общую сумму порядка 147,4 млрд руб. по номинальной стоимости, а их доля составила 0,9% против 0,8% на начало 2023 года.

Крупнейшими эмитентами корпоративных облигаций, обращающихся на МБ, являются: НК Роснефть (с долей 20,1% против 21,5% в начале года), ДОМ.РФ / ИА ДОМ.РФ (7,9% против 8,6%), Газпром / Газпром Капитал (6,4% против 3,7%), РЖД (5,3% против 5,9%) Сбербанк (5,2% против 5,7%). На долю 10 крупнейших корпоративных эмитентов приходится порядка 56,2%, а на долю 30 крупнейших эмитентов – 73,5% (против 57,9% и 77,0% на начало года соответственно).

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

| № п.п. | Эмитент                  | Объем в обращении, млн руб. | Доля рынка, % | Количество выпусков | Доля, % |
|--------|--------------------------|-----------------------------|---------------|---------------------|---------|
| 1      | НК Роснефть              | 3 485 396.1                 | 20.1%         | 40                  | 2.1%    |
| 2      | ДОМ.РФ/ ИА ДУ.РФ         | 1 363 598.2                 | 7.9%          | 80                  | 4.1%    |
| 3      | Газпром /Газпром Капитал | 1 110 620.5                 | 6.4%          | 39                  | 2.0%    |
| 4      | РЖД                      | 913 200.0                   | 5.3%          | 47                  | 2.4%    |
| 5      | Сбербанк                 | 909 301.1                   | 5.2%          | 360                 | 18.5%   |
| 6      | ВЭБ.РФ                   | 633 863.2                   | 3.7%          | 31                  | 1.6%    |
| 7      | ВТБ                      | 463 049.2                   | 2.7%          | 164                 | 8.4%    |
| 8      | ФСК - Россети            | 338 000.0                   | 2.0%          | 26                  | 1.3%    |
| 9      | Газпромбанк              | 283 908.6                   | 1.6%          | 33                  | 1.7%    |
| 10     | СИБУР Холдинг            | 239 068.4                   | 1.4%          | 12                  | 0.6%    |
| 11     | ГСП-Финанс               | 231 200.0                   | 1.3%          | 3                   | 0.2%    |
| 12     | ГТЛК                     | 230 469.6                   | 1.3%          | 29                  | 1.5%    |
| 13     | АФК Система              | 229 700.0                   | 1.3%          | 23                  | 1.2%    |
| 14     | Россельхозбанк           | 212 717.3                   | 1.2%          | 35                  | 1.8%    |
| 15     | МТС                      | 194 000.0                   | 1.1%          | 17                  | 0.9%    |
| 16     | Ростелеком               | 180 000.0                   | 1.0%          | 16                  | 0.8%    |
| 17     | АЛЬФА-БАНК               | 178 471.1                   | 1.0%          | 22                  | 1.1%    |
| 18     | Газпром нефть            | 170 000.0                   | 1.0%          | 10                  | 0.5%    |
| 19     | Концерн РОССИУМ          | 150 000.0                   | 0.9%          | 9                   | 0.5%    |
| 20     | НорНикель                | 137 393.3                   | 0.8%          | 4                   | 0.2%    |
| 21     | РУСАЛ ОК                 | 126 248.5                   | 0.7%          | 5                   | 0.3%    |
| 22     | ЕАБР                     | 125 990.8                   | 0.7%          | 11                  | 0.6%    |
| 23     | Банк ФК Открытие         | 119 831.1                   | 0.7%          | 17                  | 0.9%    |
| 24     | Почта России             | 119 820.0                   | 0.7%          | 18                  | 0.9%    |
| 25     | Транснефть               | 117 000.0                   | 0.7%          | 7                   | 0.4%    |
| 26     | РусГидро                 | 110 000.0                   | 0.6%          | 6                   | 0.3%    |
| 27     | НК ЛУКОЙЛ                | 96 548.8                    | 0.6%          | 5                   | 0.3%    |
| 28     | Магнит                   | 95 000.0                    | 0.5%          | 6                   | 0.3%    |
| 29     | Росбанк                  | 90 187.5                    | 0.5%          | 17                  | 0.9%    |
| 30     | ВымпелКом                | 85 942.8                    | 0.5%          | 11                  | 0.6%    |

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»



Отдельно следует сказать о новом инструменте, который появился на рынке в конце 2022г., - о **«замещающих» облигациях**. «Замещающие» облигации — это выпущенные по российскому праву и обращающиеся внутри российской инфраструктуры облигации, которые инвестор может получить взамен ранее выпущенных еврооблигаций эмитента. Параметры замещающих облигаций должны быть аналогичны параметрам замещаемого выпуска еврооблигаций по сроку погашения, размеру дохода, календарю купонных выплат и номинальной стоимости.

На конец 1 квартала 2023г. в обращении находился 31 выпуск «замещающие» облигации 6 компаний, из которых 20 выпусков номинированы в долларах США, 9 выпуска в евро и по одному выпуску в фунтах и швейцарских франках. При этом Газпром Капитал разместил 22 выпуска во всех четырех валютах, остальные в долларах США: 4 выпуска НК ЛУКОЙЛ, 2 выпуска Совкомфлот и по одному выпуску: ХК Металлоинвест, Борец Капитал и ММК.

| Выпуски | Эмитенты | Заявленный<br>объем, млн | Размещенный<br>объем, млн | Валюта | Доля размещения, % |
|---------|----------|--------------------------|---------------------------|--------|--------------------|
| 6       | 20       | 21 350                   | 10 464                    | \$     | 49.0%              |
| 1       | 9        | 7 500                    | 3 563.966                 | EUR    | 47.5%              |
| 1       | 1        | 850                      | 411.244                   | GBP    | 48.4%              |
| 1       | 1        | 500                      | 168.155                   | CHF    | 33.6%              |

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Общий объем размещения «замещающих» облигаций в рублевом эквиваленте составил 943,740 млрд руб. или 5,4% от общего объема рынка корпоративных облигаций в обращении.

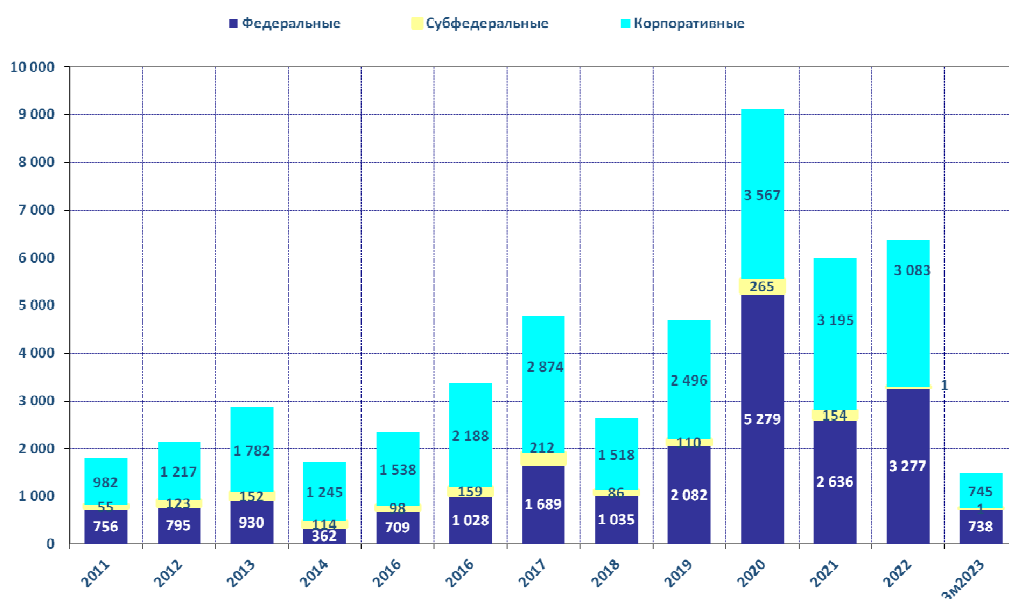
Еще одним новым инструментом, который появился на долговом рынке в августе 2022г., стали **корпоративные облигации, номинированные в китайских юанях**. Первые облигации появились на рынке только в начале августа прошедшего года, но быстро завоевали интерес как эмитентов, так и инвесторов, что позволило им занять свою определенную нишу на облигационном рынке. На конец 1 квартала 2023г. в обращении находилось 19 выпусков номинированных в юанях облигаций 11 эмитентов на общую сумму 67,159 млрд юаней или в рублевом эквиваленте 638,746 млрд или 3,7% от общего объема рынка в обращении.



### Основные показатели первичного рынка

Объем первичных размещений рублевых облигаций по итогам 1 квартала 2023г. составил, по нашим оценкам, около 1 484,4 млрд руб., что почти в 7 раз выше показателя аналогичного периода 2022 года. При этом первичный рынок ОФЗ составил 738,4 млрд руб., а на рынке корпоративных облигаций объем размещения составил порядка 745,4 млрд руб. На рынке субфедеральных облигаций прошло одно доразмещение на сумму 1,0 млрд руб.

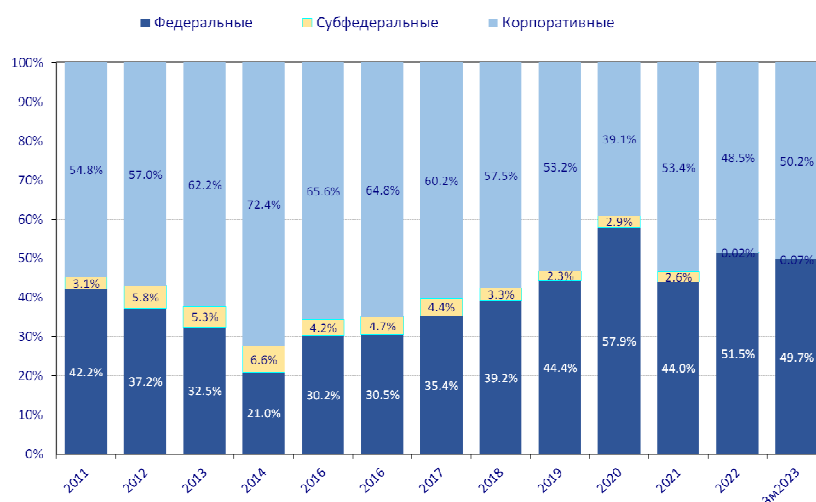
### Объем первичного размещения облигаций в 2011–2023гг., млрд руб.



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

На долю ОФЗ пришлось 44,0% от общего объема размещений (57,6% по итогам первого квартала 2022 года). На долю корпоративных и субфедеральных облигаций пришлось 50,2% и 0,7% соответственно.

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

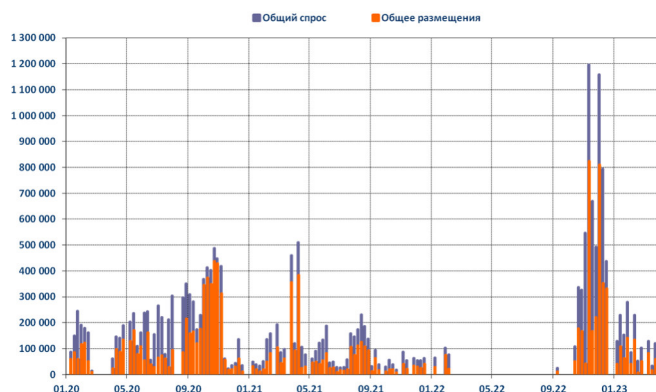


Источники: Минфин РФ, Московская Биржа, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



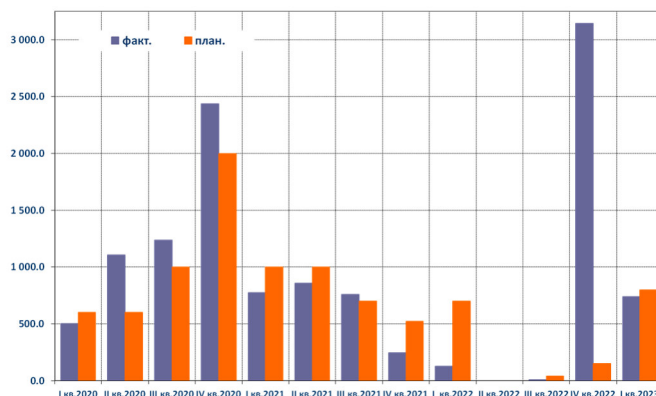
По итогам состоявшихся в январе – марте т.г. одиннадцати аукционных дней объем размещения Минфином РФ гособлигации составил порядка 738,428 млрд руб., обеспечив на 92,3% выполнение «плана» привлечения на рынке ОФЗ в I квартале 2023г., который был установлен на уровне 800 млрд руб.

#### Объем спроса и размещения ОФЗ, млн руб.



Источник: Минфин РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

#### Объемы размещения ОФЗ по-квартально, млрд руб.



С начала 2023г. на первичном рынке субфедеральных облигаций прошло одно доразмещение: Магаданская область доразместила облигации выпуска 34002 в объеме 1 млрд руб. Сбор заявок на бумаги прошел 10 февраля с 11:00 до 14:00, техническое размещение бумаг на бирже - 14 февраля 2023 года. Цена размещения по итогам сбора заявок была установлена на уровне 100% от номинальной стоимости, что соответствует доходности к погашению на уровне 11,04% годовых.

#### Итоги размещения в 2023г.

| Эмитент              | Дата размещения | Дата погашения | Объем выпуска, млн.руб. | Объем размещ., млн. руб. | Текущий купон, % | Доход-сть при размещении | Дюрация, лет | Спрэд к ОФЗ, б.п. | Рейтинги                |
|----------------------|-----------------|----------------|-------------------------|--------------------------|------------------|--------------------------|--------------|-------------------|-------------------------|
| Магадан.обл., 34002* | 14.02.23        | 17.12.27       | 1 000                   | 1 000                    | 10.61            | 11.04                    | 3.14         | 222               | BBB-(RU)/Ст / ruBBB+/Ст |

\* доразмещение

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

#### Объем и структура внутреннего государственного долга субъектов РФ

| Виды ДО                       | Объем, млрд руб. по состоянию на: |            | Изменение |         |
|-------------------------------|-----------------------------------|------------|-----------|---------|
|                               | 01.01.2023                        | 01.04.2023 | млрд руб. | %       |
| государственные ценные бумаги | 651.79                            | 647.975    | -3.81     | -0.58%  |
| кредиты от КО                 | 126.21                            | 78.047     | -48.17    | -38.16% |
| бюджетные кредиты             | 1979.92                           | 2 206.68   | 226.77    | 11.45%  |
| госгарантии                   | 24.91                             | 27.515     | 2.61      | 10.48%  |
| иные ДО                       | 5.86                              | 5.86       | 0.00      | 0.00%   |
| Всего                         | 2788.69                           | 2 966.08   | 177.40    | 6.36%   |

Источник: Минфин РФ, расчет ООО «БК РЕГИОН»



В текущем году мы ожидаем повышение активности на первичном рынке субфедеральных облигаций, о чем свидетельствуют зарегистрированные в первом квартале условия эмиссии уже шести субъектов РФ.

**Зарегистрированные условия эмиссии облигаций**

| Эмитент                                                         | Регистрационный номер и дата государственной регистрации Условий эмиссии | Нормативный правовой акт, которым утверждены Условия эмиссии                                                                     | Форма облигаций                                                                                               | Срок обращения      |
|-----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|
| Министерство финансов Республики Башкортостан                   | BAS-014/00885 от 22.02.2023                                              | Приказ Министерства финансов Республики Башкортостан от 01.02.2023 № 23                                                          | документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга | от 1 года до 10 лет |
| Министерство финансов Свердловской области                      | SVS-015/00886 от 01.03.2023                                              | Приказ Министерства финансов Свердловской области от 01.02.2023 № 47                                                             | документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга | от 1 года до 10 лет |
| Министерство финансов Республики Саха (Якутия)                  | RSY-024/00887 от 10.03.2023                                              | Приказ Министерства финансов Республики Саха (Якутия) от 02.02.2023 № 01-04/137-Н                                                | документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга | от 1 года до 30 лет |
| Министерство финансов и бюджетной политики Белгородской области | BEL-024/00888 от 21.03.2023                                              | Приказ Министерства финансов и бюджетной политики Белгородской области от 21.02.2023 № 36                                        | документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом                      | от 1 года до 30 лет |
| Министерство финансов и бюджетной политики Белгородской области | BEL-025/00889 от 21.03.2023                                              | Приказ Министерства финансов и бюджетной политики Белгородской области от 21.02.2023 № 37                                        | документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга | от 1 года до 30 лет |
| Министерство экономики и финансов Московской области            | MOO-014/00890 от 29.03.2023                                              | Распоряжение Министерства экономики и финансов Московской области от 10.02.2023 № 24РВ-5 (с изменениями от 23.03.2023 № 24РВ-13) | документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга | от 1 года до 10 лет |





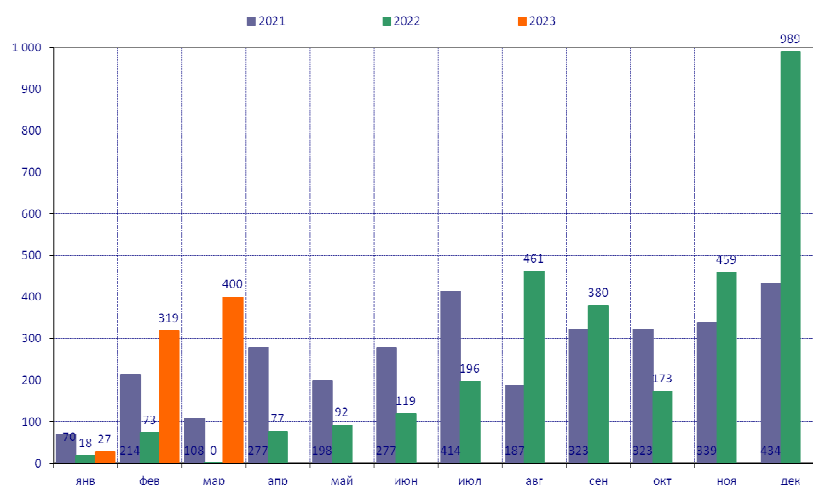
|                                                      |                             |                                                                                                                                  |                                                                                                               |                     |
|------------------------------------------------------|-----------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|
| Министерство экономики и финансов Московской области | МОО-015/00891 от 29.03.2023 | Распоряжение Министерства экономики и финансов Московской области от 09.03.2023 № 24РВ-8 (с изменениями от 27.03.2023 № 24РВ-14) | документарные с обязательным централизованным хранением с переменным купонным доходом и амортизацией долга    | от 1 года до 10 лет |
| Министерство финансов Ульяновской области            | ULN-005/00892 от 29.03.2023 | Приказ Министерства финансов Ульяновской области от 03.03.2023 № 17-пр                                                           | документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга | от 1 года до 30 лет |

Источник: Минфин РФ

На **первичном рынке корпоративных облигаций** в первом квартале 2023г. было размещено 280 выпусков рублевых облигаций на общую сумму порядка 549,7 млрд руб. (без учета краткосрочных и коммерческих облигаций), а также 19 выпусков замещающих облигаций на сумму эквивалентную 505 млрд руб. и два выпуска облигаций в юанях общим объемом 17,6 млрд юаней (или 195,7 млрд руб.).

Вне биржи было размещено 195 выпусков структурных облигаций (почти 70% от общего количества) на общую сумму около 5737 млрд руб. или около 10,5% от общего объема. Максимальную долю на рынке рублевых облигаций порядка 55% заняли облигации реального сектора с общим объемом более 301,1 млрд руб. При этом около половины из этого объема пришлось на пять крупных сделок: РусГидро (35 млрд руб.), Газпром Капитал и Магнит (по 30 млрд руб.), МТС и Полюс (по 20 млрд руб.).

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



Источники: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Около 17,3% и 17,5% от общего объема размещения рублевых облигаций пришлось на банковский и финансовый сектора с общими объемами 94,8 и 96,0 млрд руб. соответственно. При этом около 70% от этого суммарного объема пришлось на три крупных сделки: Сбербанк (62 млрд руб.), ВЭБ.РФ (50 млрд руб.) и ДОМ.РФ (20 млрд руб.).

На первичном рынке преобладало размещение облигаций первого эшелона: на 37 выпусков (43,5% от общего количества) пришлось около 350,5 млрд руб. или более 71% от общего объема. На долю 15 и 14 выпусков второго и третьего эшелонов пришлось 16,3% и 10,9% или 80,4 и 53,8 млрд руб.



соответственно. На 19 выпусков (более 20% от общего количества) ВДО с объемом 7,3% пришлось 1,5% от общего объема размещений рублевых облигаций.

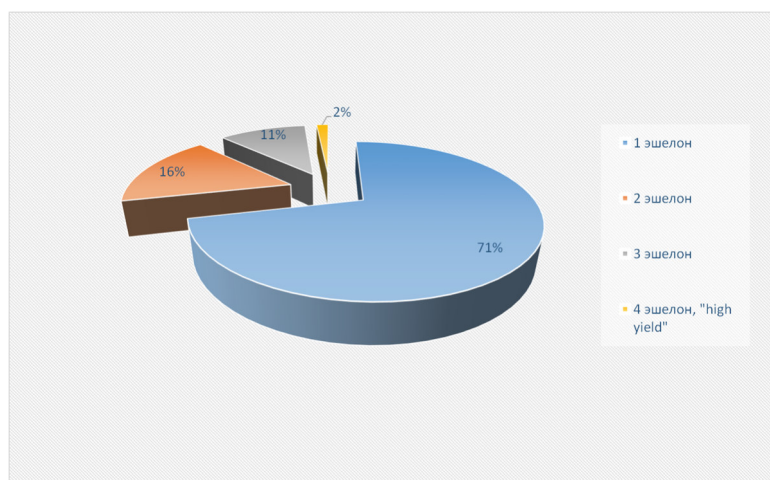
С точки зрения срочности новых облигаций, у более 2/3 всех размещённых облигаций срок обращения составлял 1-3 года, у порядка 20% - 4-5 лет (в основном с плавающим купоном).

На рынке облигаций, номинированных в юанях в марте прошли две сделки: НК Роснефть разместила свой второй выпуск на 15 млрд и Совкомфлот разместил дебютный выпуск в юанях на 2,6 млрд.

На рынке замещающих облигаций в первом квартале присутствовал единственный эмитент – Газпром Капитал, который разместил: 6 выпусков в долларах США на 4\$,3 млрд, 5 выпусков в евро на 2,17 млрд евро, один выпуск в швейцарских франках на 168,2 млн, а также дополнительный выпуск на 117,65 фунтах стерлингов. Кроме того, в марте началось дополнительное выпуска в долларах США, которое завершилось 3 апреля на сумму 208,7 млн долларов. Таким образом, в первом квартале 2023г. было размещено около 41% от общего объема размещенных в 2022-2023гг. замещающих облигаций в долларах США, около 61% - в евро, около 29% - в фунтах стерлингов и 100% в швейцарских франках.

По нашим оценкам, доля размещенных в течение 1 квартал 2023г. 37 выпусков облигаций эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) составляла 70,7% от общего объема (60,0% по итогам 2021г. в целом). Доля облигаций второго и третьего эшелонов (15 и 14 выпусков соответственно) составила 16,3% и 10,9% соответственно. Порядка 1,5% приходилось на 19 выпусков эмитентов ВДО.

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



Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»



### Обороты вторичного рынка

По итогам 1 квартала 2023г. объем биржевых сделок с рублевыми облигациями составил 1 468,7 млрд руб., что на 6,4% выше показателя за аналогичный период предыдущего года. При этом в сегменте федеральных облигаций наблюдалось снижение объема сделок на 30,5% до 791,0 млрд руб. Повышение объема сделок на 25,0% было зафиксировано в субфедеральном сегменте. Более чем в 2,9 раза (за счет низкой базы прошлого года) выросли объёмы торгов корпоративными облигациями до 655,8 млрд руб. На долю гособлигаций пришлось около 53,9% от суммарного объема, на долю субфедеральных и корпоративных облигаций – 1,5% и 44,7%. Можно отметить, что в первом квартале 2023г. **продолжилось снижение доли ОФЗ** в суммарном объеме биржевых торгов, **которое началось в прошлом году после его ее неуклонного роста с 2016 по 2021гг.**

Рисунок. Объем биржевых сделок с облигациями, млрд руб.

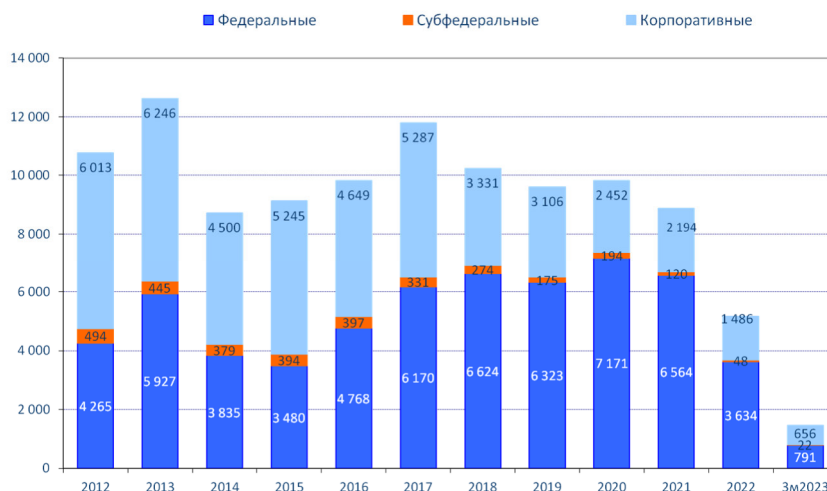
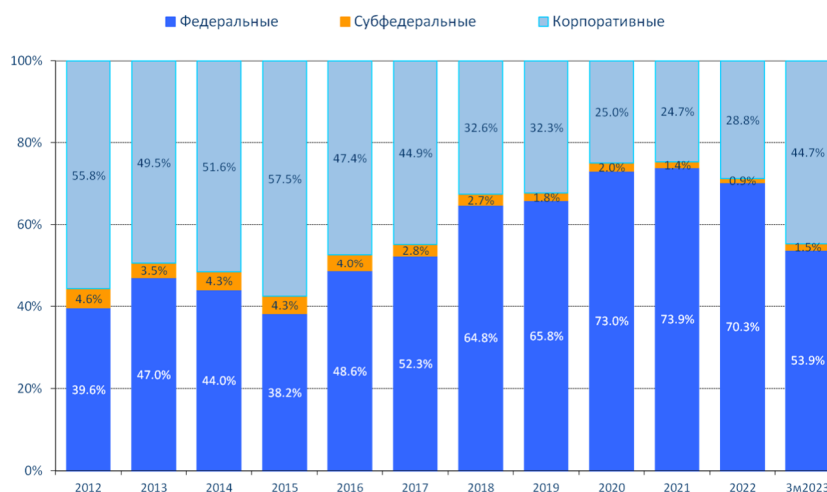


Рисунок. Структура биржевых сделок с облигациями, в % от суммарного объема

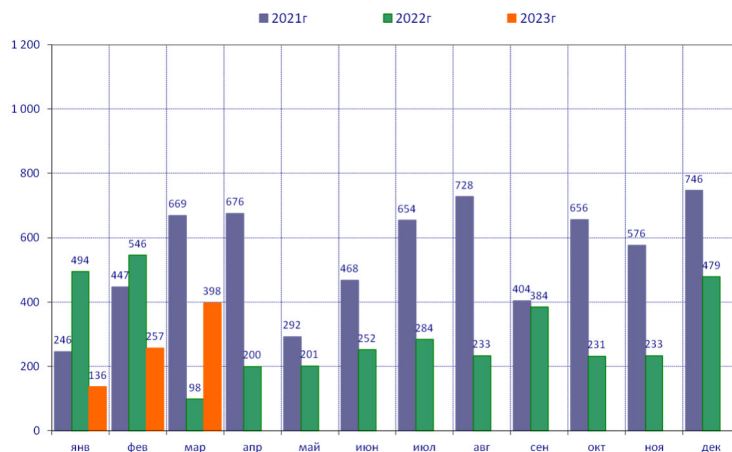


Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



На рынке **ОФЗ** в течение первых трех месяцев активность была ниже уровня предыдущих двух лет, за исключением марта предыдущего года, когда торги долгое время не проводились. Среднедневные обороты в январе составили 6,5 млрд руб. (самый низкий показатель за последние 7 лет), после чего показали рост до 13,5 и 18,1 млрд руб. в феврале и марте т.г.

### Объем торгов с ОФЗ, млрд руб.

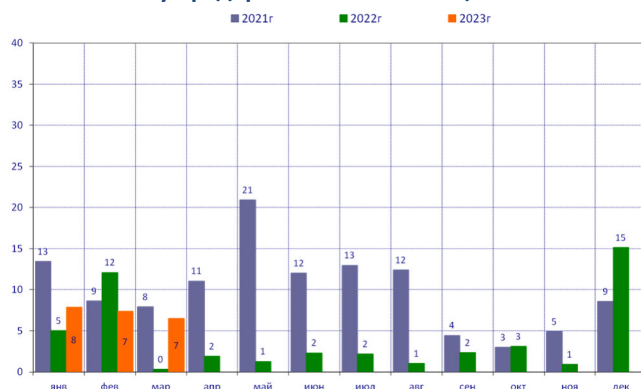


Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

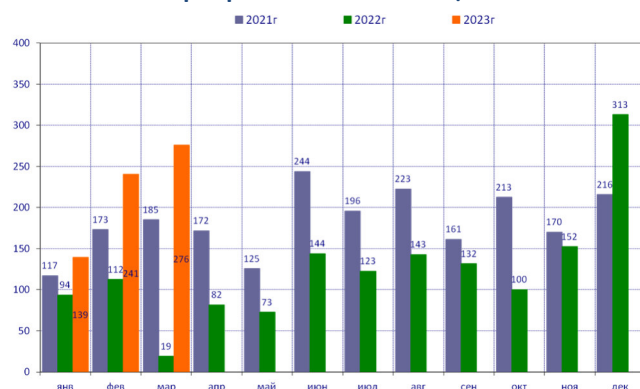
На вторичном рынке **субфедеральных облигаций** в 1 квартале 2023г. ситуация была аналогична ситуации с федеральными бумагами: объемы сделок превысили уровень первого квартала предыдущего года, но уступили показателю двухлетней давности. Среднедневной оборот составил в пределах 0,30-0,39 млрд руб., что в 1,5-2,0 раза выше, чем средний показатель по итогам всего прошлого года. На рынке корпоративных облигаций ситуация с ликвидностью оказалась существенно лучше, чем в предыдущие два года, что связано с относительно высокой активностью корпоративных эмитентов на первичном рынке. Объем сделок в среднем за день вырос с 6,5 млрд руб. в январе до 12,7 и 12,5 млрд руб. в феврале и марте т.г. Таким образом, среднедневные объемы сделок с субфедеральными облигациями превысил более чем в 2 раза аналогичный показатель предыдущего года и более чем на 40% показатель двухлетней давности.

### Объем биржевых торгов, млрд руб.

#### с субфедеральными облигациями



#### с корпоративными облигациями



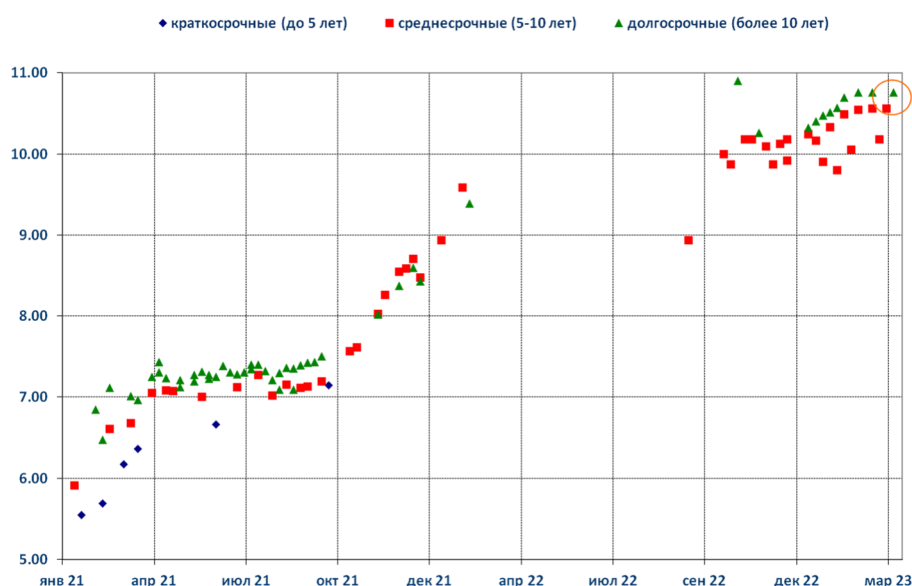
Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



### Текущая конъюнктура рынка рублевых облигаций

Среди внутренних факторов, оказывающих наиболее существенное влияние на рынок рублевых облигаций, можно назвать результаты первичного размещения ОФЗ. Нельзя не отметить, что эти результаты выглядят не однозначными. На фоне роста процентных ставок на вторичном рынке инвесторы, нередко, требовали дополнительную «премию» по долгосрочным выпускам ОФЗ-ПД. Однако Минфин не всегда был готов к этому, и в феврале и марте два аукциона были признаны несостоявшимися в связи с отсутствием заявок по приемлемым уровням цен. Вместе с тем, рост ставок на первичном рынке в целом просматривался.

#### Доходность при размещении ОФЗ., % годовых



Источник: Минфин РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

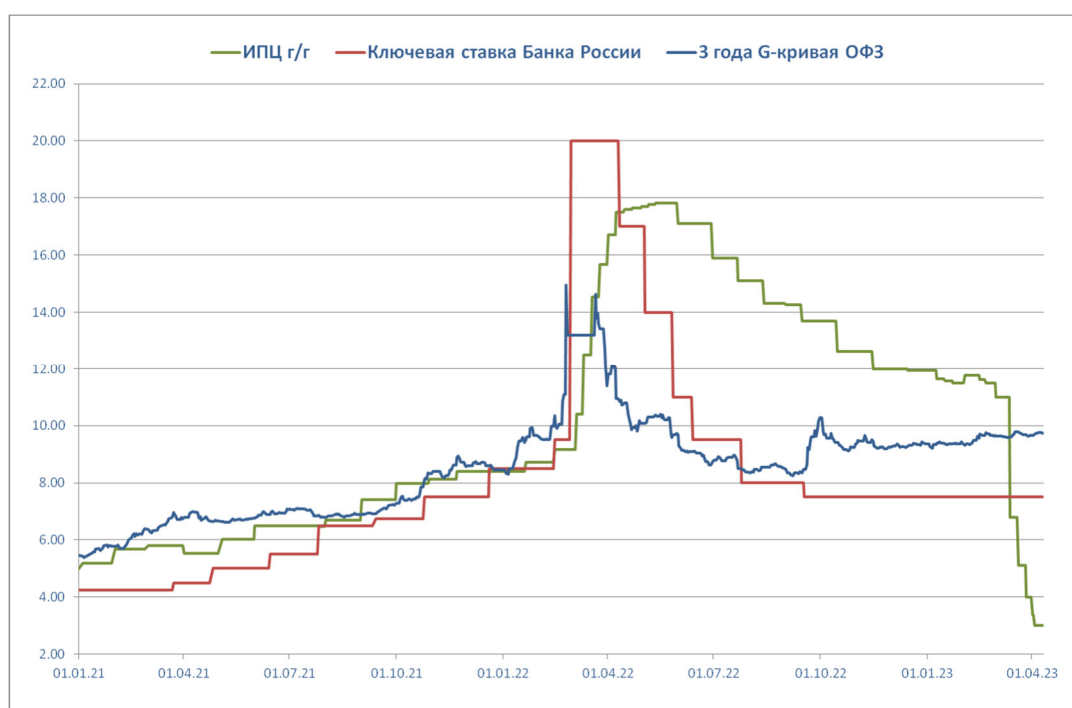
С начала 2023г. на первичном рынке ОФЗ наблюдается плавное снижение размера «премий», предоставляемых инвесторам Минфином. Так, например, при размещении облигаций со сроком обращения до 10 лет средняя премия снизилась с 8 б.п. в январе до 7 и 6 б.п. в феврале и марте т.г. При размещении более долгосрочных облигаций премия снизилась с 7 б.п. в январе до 5-6 б.п. в феврале – марте. Кроме того, нельзя не отметить рост доли удовлетворенных заявок на аукционах, которая при размещении облигаций до 10 лет составила в среднем по итогам января – февраля 32-39% и 45% в марте. По более долгосрочным выпускам эта доля снизилась с 61% в январе до 57% в феврале на фоне резкого роста доходности, но в марте выросла до 69%. Снижение «премий» на рынке размещений ОФЗ стало результатом активно проводимой политики эмитента по сдерживанию роста процентных ставок на рынке госдолга, особенно после их февральского «взлета» на вторичном рынке. Рост доли удовлетворенных заявок произошел на фоне снижения их «агрессивности» и роста интереса инвесторов к госбумагам на фоне снижения инфляции и приостановке роста ставок на вторичном рынке в последние 1-2 месяца.

С начала текущего года на вторичном рынке рублевых облигаций, и в первую очередь на рынке ОФЗ, наблюдался рост доходности, который ускорился после февральского заседания Банка России и достигла своих локальных максимальных уровней в начале третьей декады февраля. После этого произошла небольшая коррекция вниз и переход к боковой динамике. На конец первого квартала рост доходности ОФЗ с начала года в среднем по рынку составил 35 б.п., при этом на коротком «конце» кривой

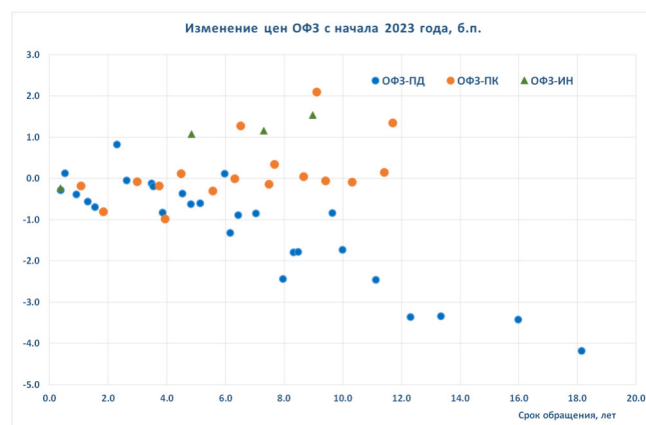
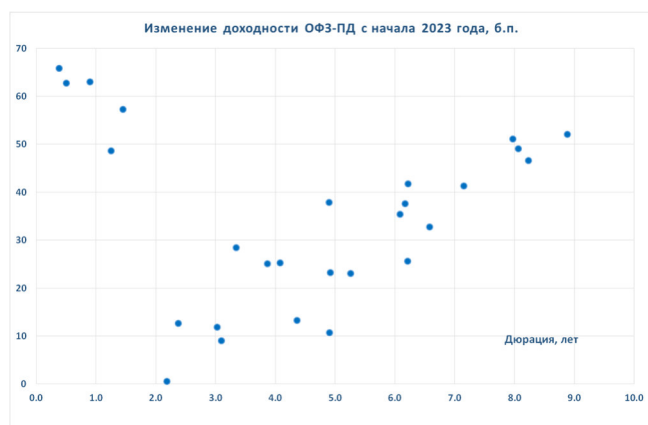


(со сроком обращения до 2 лет) повышение составило в пределах 50-65 б.п., на среднем участке - 15-35 б.п., а на длинном конце кривой – в пределах 35-50 б.п. Причинами этого ускорения стала жесткая риторика заявления Совета директоров Банка России и последующих комментариев его главы, из которых следовало, что вероятность повышения ключевой ставки существенно выше вероятности ее снижения в текущем году и был дан ясный сигнал, что уже на ближайших заседаниях может быть рассмотрен вопрос о повышении ключевой ставки. На мартовском заседании этот сигнал был подтвержден, но ключевую ставку вновь оставили на прежнем уровне 7,50% (который держится с сентября 2022г.). Кроме того, существенное снижение темпов инфляции как в недельном, так и в месячном и годовом выражении несколько успокоило долговой рынок и приостановило рост ставок на нем.

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

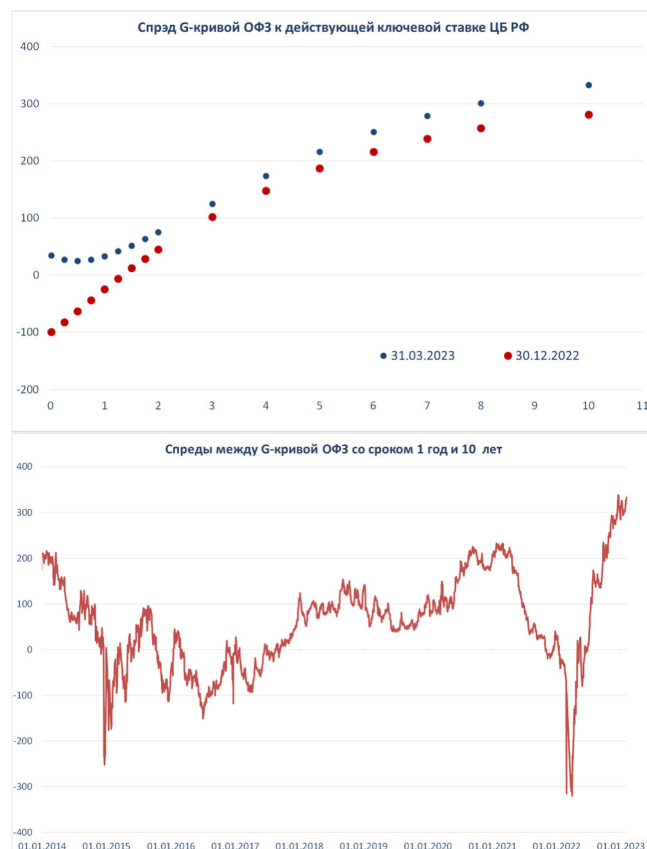
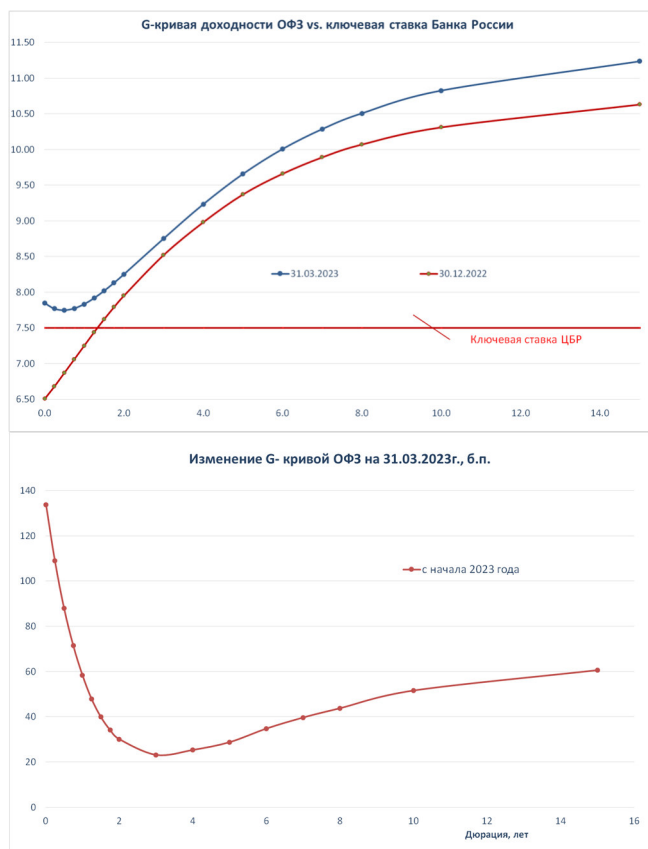


Источник: Росстат, Банк России, МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»





Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

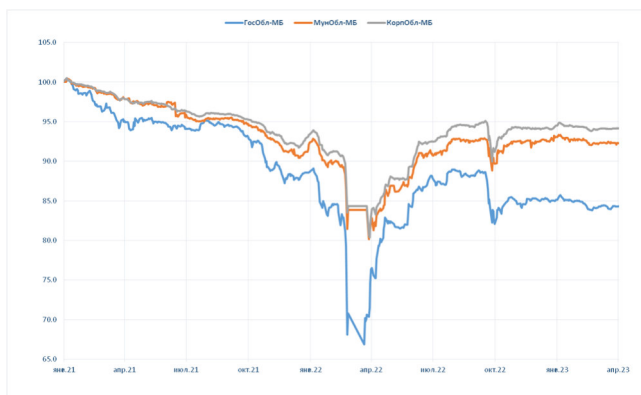
Вместе с тем, большая неопределённость предопределяет сохранение большого наклона «кривой» ОФЗ, при котором ставки на коротком конце «кривой доходности» ОФЗ составляет порядка 7,55-8,00% годовых (на сроке обращения до 2 лет) и на дальнем конце - порядка 10,55-10,80% годовых (на сроке 10-18 лет). При этом спреды между коротким и длинным концом «кривой» остаются на исторически максимальном уровне – порядка 300 б.п. и выше.

Мы не исключаем, что боковое движение процентных ставок на долговом рынке может сохраниться в ближайшее время, а определенность дальнейшего движения до конца года рынка ОФЗ и рублевого облигационного рынка в целом может появиться не ранее июня – июля т.г.

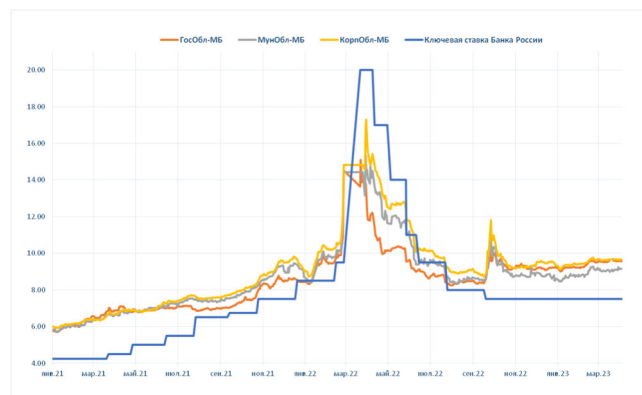
Динамика цен и доходности на рынке субфедеральных и корпоративных облигаций была аналогичной рынку гособлигаций, и даже имела менее выраженный характер в силу более короткой (более чем вдвое) дюрации. Так, по итогам 1 квартал 2023г. изменение рассчитываемых Московской биржей индексов средней доходности субфедеральных и корпоративных облигаций составило +58 и +35 б.п. против повышения доходности ОФЗ на 35 б.п. При этом, спреды по доходности субфедеральных и корпоративных облигаций к доходности ОФЗ на вторичном рынке после сужения в конце прошлого года до 56 и 125 б.п. в первом квартале 2023г. вновь начали расширяться и по итогам 3 месяцев составили 97 б.п. и 134 б.п. соответственно.



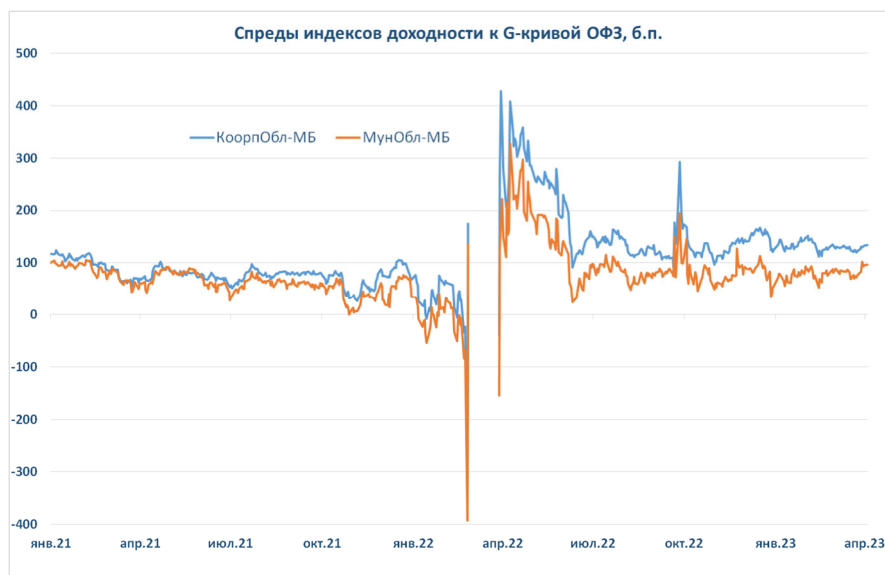
### Индексы чистой цены облигаций МБ



### Индексы средневзвешенной доходности МБ



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



Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

### Инвестиционная привлекательность

Наиболее доходными по итогам 1 квартала 2023г. стали ОФЗ-ИН, возврат на инвестиции в которые составил 2,8% и превысил уровень инфляции с начала текущего года. По итогам 1 квартал 2023г. вложения в корпоративные облигации также принесли инвесторам более высокий доход в размере 1,4%. При этом возврат на инвестиции в федеральные и субфедеральные облигации за 3 месяца текущего года также был положительным, но менее существенным – всего по 0,9%. После негативного результата предыдущего года на фоне резкого роста дефолтов в этом сегменте (-0,7%) в первом квартале корпоративные облигации ВДО ПИР показали самый высокий возврат на инвестиции на долговом рынке 5,2% за счет крайне низких цен и высокой доходности в конце прошлого года. При этом наиболее удачными на рынке капитала оказались вложения в акции, рост которых по итогам 1 квартал 2023г. составил 13,9%, правда после падения на 43,2% в прошлом году. Результаты вложений по итогам 3 месяцев 2023г. в иностранные валюты также оказались прибыльными: так, например, покупка доллара США принесла возврат порядка 9,6% (после снижения на 5,3% в предыдущем году), а евро и юаня



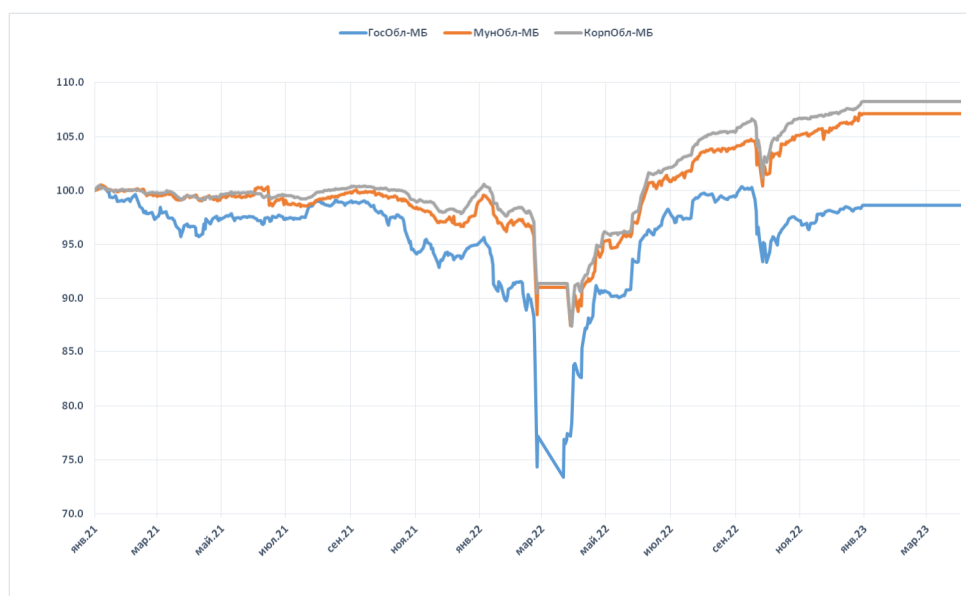
принесли прибыль в размере 10,7% и 13,0% (против снижения на 10,0% и 14,4% соответственно в предыдущем году).

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

| Инструмент                  | Период, годы |        |       |       |        |       |       |        |       |
|-----------------------------|--------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|
|                             | 1 кв. 20223  | 2022   | 2021  | 2020  | 2019   | 2018  | 2017  | 2016   | 2015  |
| <b>Рынок облигаций</b>      |              |        |       |       |        |       |       |        |       |
| Все рублевые облигации      | 1.1%         | 5.4%   | -4.7% | 8.4%  | 18.8%  | 1.4%  | 14.1% | 8.7%   | 23.9% |
| Государственные (ОФЗ-ПД)    | 0.9%         | 3.7%   | -4.9% | 8.5%  | 20.0%  | 2.1%  | 12.8% | 15.0%  | 29.4% |
| Государственные (ОФЗ-ИН)    | 2.8%         | 17.5%  | 5.6%  | -     | -      | -     | -     | -      | -     |
| Субфедеральные              | 0.9%         | 8.2%   | -1.1% | 7.4%  | 13.4%  | 4.3%  | 10.3% | 12.0%  | 16.2% |
| Корпоративные               | 1.4%         | 8.3%   | -0.1% | 8.3%  | 14.3%  | 4.4%  | 12.3% | 11.0%  | 18.6% |
| Корпоративные ВДО ПИР       | 5.2%         | -0.7%  | 8.4%  | 12.2% | -      | -     | -     | -      | -     |
| <b>Рынок акций</b>          |              |        |       |       |        |       |       |        |       |
| Индекс МБ                   | 13.9%        | -43.2% | 15.2% | 8.0%  | 28.6%  | 12.3% | -4.7% | 25.7%  | 26.1% |
| <b>Валютный рынок</b>       |              |        |       |       |        |       |       |        |       |
| доллар США                  | 9.6%         | -5.3%  | 0.6%  | 19.3% | -10.9% | 21.8% | -6.0% | -16.8% | 23.0% |
| Евро                        | 10.7%        | -10.0% | -7.4% | 30.9% | -12.7% | 16.5% | 6.9%  | -19.9% | 16.6% |
| бивалютная корзина          | 10.1%        | -7.6%  | -3.4% | 24.9% | -11.8% | 19.2% | 0.0%  | -18.3% | 19.3% |
| Китайский юань              | 13.0%        | -14.4% | 2.2%  | 27.7% | -12.3% | 14.2% | -     | -      | -     |
| <b>Инфляция (справочно)</b> |              |        |       |       |        |       |       |        |       |
| ИПЦ                         | 1.67%        | 11.94% | 8.39% | 4.9%  | 3.0%   | 4.3%  | 2.5%  | 5.4%   | 12.9% |

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

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



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



**Прогноз отдельных показателей на 2023г.**

| Показатель                               | На конец года |
|------------------------------------------|---------------|
| Курс доллара, руб. за доллар             | 80.0-85.00    |
| Цена на нефть марки Brent, \$ за баррель | 85.0 -95.0    |
| Инфляция, % г/г                          | 5.25 – 5.75   |
| Ключевая ставка, %                       | 7.00 – 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 на конец 1 квартала 2023г. при изменении доходности к погашению на 30 декабря 2023г. в пределах от 0,00 п.п. до -1,00 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 | 0.00                                                   | -0.25 | -0.50 | -0.75 | -1.00 | 0.00                           | -0.25 | -0.50 | -0.75 | -1.00 |
| 26223  | 6.50     | 28.02.24  | 0.90                            | 98.953 | 7.85       | 0.81                                                   | 0.85  | 0.89  | 0.93  | 0.98  | 7.79                           | 7.85  | 7.90  | 7.96  | 8.02  |
| 26227  | 7.40     | 17.07.24  | 1.25                            | 99.287 | 8.13       | 0.41                                                   | 0.53  | 0.66  | 0.79  | 0.92  | 8.13                           | 8.31  | 8.48  | 8.66  | 8.84  |
| 26222  | 7.10     | 16.10.24  | 1.45                            | 98.568 | 8.26       | 0.67                                                   | 0.85  | 1.04  | 1.22  | 1.41  | 8.26                           | 8.52  | 8.77  | 9.03  | 9.28  |
| 26234  | 4.50     | 16.07.25  | 2.18                            | 92.151 | 8.49       | 2.62                                                   | 2.97  | 3.33  | 3.70  | 4.06  | 8.49                           | 8.98  | 9.48  | 9.97  | 10.47 |
| 26229  | 7.15     | 12.11.25  | 2.37                            | 97.159 | 8.55       | 0.77                                                   | 1.19  | 1.60  | 2.03  | 2.45  | 8.55                           | 9.12  | 9.69  | 10.27 | 10.86 |
| 26219  | 7.75     | 16.09.26  | 3.09                            | 97.556 | 8.76       | 0.47                                                   | 1.05  | 1.63  | 2.22  | 2.81  | 8.76                           | 9.56  | 10.37 | 11.19 | 12.01 |
| 26226  | 7.95     | 07.10.26  | 3.02                            | 97.765 | 8.89       | 0.41                                                   | 1.00  | 1.60  | 2.20  | 2.80  | 8.89                           | 9.70  | 10.52 | 11.35 | 12.19 |
| 26207  | 8.15     | 03.02.27  | 3.34                            | 98.016 | 8.95       | 0.35                                                   | 0.99  | 1.65  | 2.31  | 2.97  | 8.96                           | 9.85  | 10.75 | 11.66 | 12.58 |
| 26212  | 7.05     | 19.01.28  | 4.07                            | 91.741 | 9.42       | 1.17                                                   | 2.00  | 2.84  | 3.69  | 4.55  | 9.42                           | 10.57 | 11.73 | 12.90 | 14.09 |
| 26232  | 6.00     | 06.10.27  | 3.87                            | 88.497 | 9.37       | 1.80                                                   | 2.60  | 3.40  | 4.22  | 5.04  | 9.38                           | 10.47 | 11.59 | 12.72 | 13.86 |
| 26236  | 5.70     | 17.05.28  | 4.36                            | 85.252 | 9.60       | 2.05                                                   | 2.97  | 3.89  | 4.83  | 5.77  | 9.60                           | 10.86 | 12.15 | 13.45 | 14.74 |
| 26237  | 6.70     | 14.03.29  | 4.92                            | 86.477 | 9.98       | 1.50                                                   | 2.53  | 3.57  | 4.62  | 5.69  | 9.98                           | 11.40 | 12.84 | 14.32 | 15.81 |
| 26224  | 6.90     | 23.05.29  | 4.90                            | 86.780 | 10.05      | 1.42                                                   | 2.47  | 3.54  | 4.62  | 5.72  | 10.05                          | 11.50 | 12.98 | 14.48 | 16.00 |
| 26228  | 7.65     | 10.04.30  | 5.26                            | 88.503 | 10.21      | 0.99                                                   | 2.15  | 3.32  | 4.52  | 5.74  | 10.21                          | 11.82 | 13.45 | 15.12 | 16.82 |
| 26218  | 8.50     | 17.09.31  | 6.08                            | 91.412 | 10.28      | 0.53                                                   | 1.84  | 3.18  | 4.55  | 5.94  | 10.28                          | 12.11 | 13.97 | 15.88 | 17.84 |
| 26235  | 5.90     | 12.03.31  | 6.21                            | 77.908 | 10.24      | 1.82                                                   | 3.17  | 4.54  | 5.94  | 7.36  | 10.24                          | 12.11 | 14.01 | 15.96 | 17.95 |
| 26239  | 6.90     | 23.07.31  | 6.16                            | 82.352 | 10.34      | 1.30                                                   | 2.66  | 4.04  | 5.44  | 6.87  | 10.34                          | 12.21 | 14.12 | 16.07 | 18.07 |
| 26241  | 9.50     | 17.11.32  | 6.22                            | 95.428 | 10.52      | 0.25                                                   | 1.65  | 3.08  | 4.54  | 6.03  | 10.52                          | 12.46 | 14.44 | 16.48 | 18.56 |
| 26221  | 7.70     | 23.03.33  | 6.58                            | 84.676 | 10.44      | 0.80                                                   | 2.31  | 3.85  | 5.43  | 7.03  | 10.44                          | 12.54 | 14.69 | 16.89 | 19.15 |
| 26225  | 7.25     | 10.05.34  | 7.15                            | 79.819 | 10.61      | 0.97                                                   | 2.60  | 4.28  | 5.99  | 7.74  | 10.61                          | 12.88 | 15.20 | 17.59 | 20.05 |
| 26233  | 6.10     | 18.07.35  | 7.97                            | 70.664 | 10.64      | 1.33                                                   | 3.14  | 5.00  | 6.90  | 8.85  | 10.64                          | 13.14 | 15.72 | 18.38 | 21.12 |
| 26240  | 7.00     | 30.07.36  | 8.06                            | 75.575 | 10.70      | 0.89                                                   | 2.72  | 4.59  | 6.52  | 8.50  | 10.70                          | 13.23 | 15.85 | 18.55 | 21.33 |
| 26230  | 7.70     | 16.03.39  | 8.23                            | 79.155 | 10.67      | 0.49                                                   | 2.44  | 4.44  | 6.51  | 8.64  | 10.67                          | 13.39 | 16.20 | 19.11 | 22.12 |
| 26238  | 7.10     | 15.05.41  | 8.88                            | 72.917 | 10.73      | 0.57                                                   | 2.65  | 4.80  | 7.02  | 9.32  | 10.73                          | 13.61 | 16.61 | 19.72 | 22.96 |

\*снижение процентных ставок на 75 и 100 б.п. приведет к приближению доходности 10-и летних ОФЗ к прогнозируемому нами на конец года уровню порядка 9,50-9,75% годовых



Оценка изменение цен и доходности операций при вложении в ОФЗ по текущим ценам на конец 1 квартала 2023г. при изменении доходности к погашению на 30 декабря 2023г. в пределах от 0,00 п.п. до +1,00 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 | 0.00                                                   | +0.25 | +0.50 | +0.75 | +1.00 | 0.00                           | +0.25 | +0.50 | +0.75 | +1.00 |
| 26223  | 6.50     | 28.02.24  | 0.90                            | 98.953 | 7.85       | 0.81                                                   | 0.77  | 0.73  | 0.68  | 0.64  | 7.79                           | 7.73  | 7.67  | 7.62  | 7.56  |
| 26227  | 7.40     | 17.07.24  | 1.25                            | 99.287 | 8.13       | 0.41                                                   | 0.28  | 0.15  | 0.03  | -0.10 | 8.13                           | 7.96  | 7.79  | 7.62  | 7.44  |
| 26222  | 7.10     | 16.10.24  | 1.45                            | 98.568 | 8.26       | 0.67                                                   | 0.49  | 0.30  | 0.12  | -0.06 | 8.26                           | 8.01  | 7.76  | 7.51  | 7.26  |
| 26234  | 4.50     | 16.07.25  | 2.18                            | 92.151 | 8.49       | 2.62                                                   | 2.26  | 1.91  | 1.55  | 1.20  | 8.49                           | 8.01  | 7.53  | 7.05  | 6.57  |
| 26229  | 7.15     | 12.11.25  | 2.37                            | 97.159 | 8.55       | 0.77                                                   | 0.36  | -0.05 | -0.46 | -0.87 | 8.55                           | 7.98  | 7.42  | 6.86  | 6.31  |
| 26219  | 7.75     | 16.09.26  | 3.09                            | 97.556 | 8.76       | 0.47                                                   | -0.11 | -0.68 | -1.25 | -1.81 | 8.76                           | 7.97  | 7.19  | 6.41  | 5.65  |
| 26226  | 7.95     | 07.10.26  | 3.02                            | 97.765 | 8.89       | 0.41                                                   | -0.17 | -0.75 | -1.32 | -1.89 | 8.89                           | 8.08  | 7.29  | 6.50  | 5.72  |
| 26207  | 8.15     | 03.02.27  | 3.34                            | 98.016 | 8.95       | 0.35                                                   | -0.30 | -0.93 | -1.56 | -2.19 | 8.96                           | 8.08  | 7.21  | 6.34  | 5.49  |
| 26212  | 7.05     | 19.01.28  | 4.07                            | 91.741 | 9.42       | 1.17                                                   | 0.35  | -0.47 | -1.27 | -2.07 | 9.42                           | 8.29  | 7.18  | 6.08  | 5.00  |
| 26232  | 6.00     | 06.10.27  | 3.87                            | 88.497 | 9.37       | 1.80                                                   | 1.01  | 0.23  | -0.55 | -1.31 | 9.38                           | 8.29  | 7.22  | 6.16  | 5.12  |
| 26236  | 5.70     | 17.05.28  | 4.36                            | 85.252 | 9.60       | 2.05                                                   | 1.15  | 0.26  | -0.63 | -1.50 | 9.60                           | 8.36  | 7.14  | 5.94  | 4.75  |
| 26237  | 6.70     | 14.03.29  | 4.92                            | 86.477 | 9.98       | 1.50                                                   | 0.48  | -0.52 | -1.50 | -2.48 | 9.98                           | 8.58  | 7.21  | 5.86  | 4.52  |
| 26224  | 6.90     | 23.05.29  | 4.90                            | 86.780 | 10.05      | 1.42                                                   | 0.38  | -0.64 | -1.65 | -2.65 | 10.05                          | 8.62  | 7.22  | 5.84  | 4.49  |
| 26228  | 7.65     | 10.04.30  | 5.26                            | 88.503 | 10.21      | 0.99                                                   | -0.16 | -1.28 | -2.39 | -3.48 | 10.21                          | 8.63  | 7.09  | 5.57  | 4.08  |
| 26218  | 8.50     | 17.09.31  | 6.08                            | 91.412 | 10.28      | 0.53                                                   | -0.77 | -2.04 | -3.28 | -4.51 | 10.28                          | 8.49  | 6.74  | 5.03  | 3.36  |
| 26235  | 5.90     | 12.03.31  | 6.21                            | 77.908 | 10.24      | 1.82                                                   | 0.49  | -0.81 | -2.09 | -3.35 | 10.24                          | 8.41  | 6.63  | 4.87  | 3.16  |
| 26239  | 6.90     | 23.07.31  | 6.16                            | 82.352 | 10.34      | 1.30                                                   | -0.03 | -1.33 | -2.62 | -3.88 | 10.34                          | 8.51  | 6.72  | 4.97  | 3.25  |
| 26241  | 9.50     | 17.11.32  | 6.22                            | 95.428 | 10.52      | 0.25                                                   | -1.13 | -2.48 | -3.81 | -5.10 | 10.52                          | 8.62  | 6.77  | 4.97  | 3.20  |
| 26221  | 7.70     | 23.03.33  | 6.58                            | 84.676 | 10.44      | 0.80                                                   | -0.68 | -2.12 | -3.54 | -4.94 | 10.44                          | 8.40  | 6.40  | 4.46  | 2.56  |
| 26225  | 7.25     | 10.05.34  | 7.15                            | 79.819 | 10.61      | 0.97                                                   | -0.63 | -2.20 | -3.73 | -5.22 | 10.61                          | 8.41  | 6.27  | 4.18  | 2.16  |
| 26233  | 6.10     | 18.07.35  | 7.97                            | 70.664 | 10.64      | 1.33                                                   | -0.43 | -2.16 | -3.84 | -5.48 | 10.64                          | 8.21  | 5.86  | 3.57  | 1.35  |
| 26240  | 7.00     | 30.07.36  | 8.06                            | 75.575 | 10.70      | 0.89                                                   | -0.89 | -2.63 | -4.32 | -5.97 | 10.70                          | 8.25  | 5.87  | 3.56  | 1.32  |
| 26230  | 7.70     | 16.03.39  | 8.23                            | 79.155 | 10.67      | 0.49                                                   | -1.41 | -3.25 | -5.03 | -6.77 | 10.67                          | 8.06  | 5.53  | 3.08  | 0.72  |
| 26238  | 7.10     | 15.05.41  | 8.88                            | 72.917 | 10.73      | 0.57                                                   | -1.45 | -3.40 | -5.30 | -7.13 | 10.73                          | 7.96  | 5.29  | 2.72  | 0.24  |

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](http://www.region.broker)

**ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ**

|                   |                            |                                                                  |
|-------------------|----------------------------|------------------------------------------------------------------|
| Алексей Астахов   | +7 (495) 777-29-64 доб 215 | <a href="mailto:av.astakhov@region.ru">av.astakhov@region.ru</a> |
| Екатерина Шилиева | +7 (495) 981-62-91         | <a href="mailto:shilyaeva@region.ru">shilyaeva@region.ru</a>     |
| Татьяна Тетёркина | +7 (495) 988-12-23         | <a href="mailto:teterkina@region.ru">teterkina@region.ru</a>     |
| Влад Владимирский | +7 (495) 980-24-92         | <a href="mailto:vlad@region.ru">vlad@region.ru</a>               |
| Максим Швецов     | +7 (495) 777-29-64 доб 694 | <a href="mailto:shvetsov@region.ru">shvetsov@region.ru</a>       |

**МАКРОЭКОНОМИКА, ОТРАСЛЕВАЯ АНАЛИТИКА**

|                  |                            |                                                  |
|------------------|----------------------------|--------------------------------------------------|
| Валерий Вайсберг | +7 (495) 777-29-64 доб.192 | <a href="mailto:vva@region.ru">vva@region.ru</a> |
|------------------|----------------------------|--------------------------------------------------|

**АНАЛИТИКА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ**

|                 |                             |                                                        |
|-----------------|-----------------------------|--------------------------------------------------------|
| Александр Ермак | +7 (495) 777-29-64 доб. 405 | <a href="mailto:aermak@region.ru">aermak@region.ru</a> |
| Мария Сулима    | +7 (495) 777-29-64 доб. 294 | <a href="mailto:sulima@region.ru">sulima@region.ru</a> |

---

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.

---