



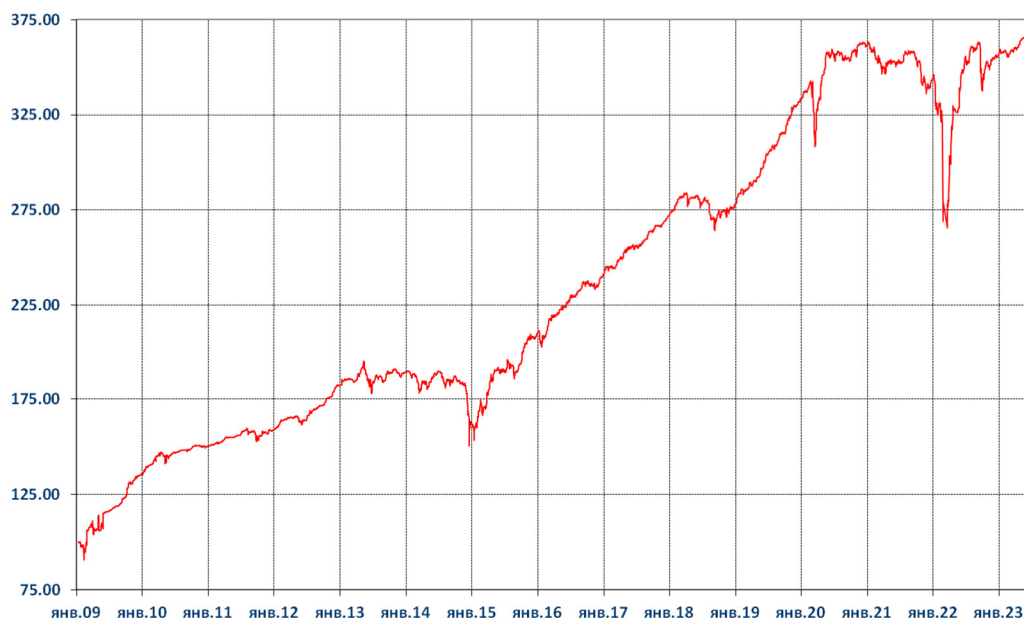
Александр Ермак, aermak@region.ru
Мария Сулима, sulima@region.ru

**Рынок облигаций: в ожидании ориентиров для дальнейшего движения
на фоне возможного прояснения внутренних сигналов**

ОБЗОР РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЗА I ПОЛУГОДИЕ 2023Г.

В первой половине 2023г. конъюнктура рынка внутренних облигаций определялась под влиянием, прежде всего, внутренних факторов, большая часть из которых в течение рассматриваемого времени имела негативный характер. К этим факторам можно отнести: инфляцию и инфляционные ожидания, денежно-кредитную политику Банка России и риторику его заявлений, политику заимствования Минфина РФ на внутреннем рынке государственных облигаций, резкое ослабление национальной валюты. В результате их влияния цены рублевых облигаций, прежде всего ОФЗ, по итогам первых шести месяцев т.г. снизились, что привело к повышению доходности по всей «кривой». При этом наклон этой «кривой» существенно увеличился, а спред между ставками на коротком и длинном концах выросла и удерживается на рекордно высоком уровне 300 б.п. Такая неопределенность на рынке, по нашим оценкам, может сохраниться и в течение большей части третьего квартала 2023г. При этом мы не исключаем прояснения ситуации после июльского и сентябрьских заседаний Банка России, а также после публикации проекта Федерального бюджета на 2024г. (с параметрами заимствования на рынке ОФЗ), и уточнения характера инфляционного процесса в оставшиеся летние месяцы и в начале осени т.г.

Индекс совокупного дохода ОФЗ Московской биржи, %



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



Ключевые факторы, влиявшие на рынок рублевых облигаций в 1 половине 2023г. и которые могут оказать влияние до конца 2023г.

Основные внешние факторы

✓ **Геополитические риски.** Геополитические риски в мире продолжают накапливаться. При том, что санкционная война, начатая против России, прошла пиковый уровень и все последующие с трудом вводимые «пакеты санкций» по большому счету уже не имеют столь ощутимого влияния на российскую экономику, тем не менее, закрытые границы для свободного ведения международного бизнеса, запрет на импорт технологий, отключение российских банков от международных банковских расчетных систем и проч. **не могут не влиять на динамику российской экономики.** Крупнейшие экономики, в первую очередь ЕС и США, стоящие по всем оценкам на грани рецессии, и замедление экономического роста Китая, рост долговой нагрузки и ставок продолжают создавать **картину «идеального шторма» для мировой экономики в целом.** Перманентно тлеющая напряженность между Китаем и США вокруг Тайваня, и, как следствие, рост напряженности в отношениях между двумя крупнейшими мировыми экономиками усиливают тенденцию к поляризации **мира и постепенному ослаблению роли американской валюты** в качестве основной валюты трансграничных торговых расчетов.

✓ **Денежно – кредитная политика мировых Центральных Банков.** Действия мировых банков, направленные на **«обуздание» инфляции будут продолжены и во втором полугодии.** Текущая ставка ФРС США (5,25%), по оценкам Bloomberg, может быть повышена на 0,25 б.п. в сентябре и, возможно, еще на 0,25 б.п. в ноябре. ЕЦБ в 2023 году повышал ставку дважды на 50 б.п. до 3,5%, а к концу года рыночные ожидания находятся на уровне 4%. В аналогичном русле находятся ожидания по действиям национальных европейских банков, так, например, Банк Англии может повысить текущую ставку 5% весьма существенно на 0,75-1,25 б.п. до конца текущего года. 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%, в США годовая инфляция по итогам 2022 г. составила 6,45%. **На 2023 г. прогноз по инфляции в зоне ЕС – 5,8%, в США - 3,5%.** 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 останется 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 отличается повышенной волатильностью. С начала 2022 г. года средняя стоимость нефти марки Brent выросла почти на 45% по итогам первого полугодия, а затем к декабрю снизилась на четверть до уровней начала года. В целом, **нисходящая динамика цен на нефть наблюдается с мая 2022 г.** Так цена марки Brent снизилась с пикового значения 118 долл./барр. до 76,4 долл./барр. на текущий момент, отражая замедление темпов экономического роста ведущих экономик, а соответственно спроса на энергоносители. В начале июня Россия и ОПЕК+ в очередной раз **договорились продлить договор о сокращении добычи нефти на 2024 год.** С 01/01/24 уровень добычи ОПЕК+ составит 40,46 млн баррелей в сутки — на 1,4 млн баррелей меньше, чем сейчас. Россия согласилась до конца 2024 года продлить добровольное ограничение производства на 500 тыс. баррелей. В начале декабря 2022г. был согласован и вступил в силу потолок цен на российскую нефть на уровне \$60/баррель.

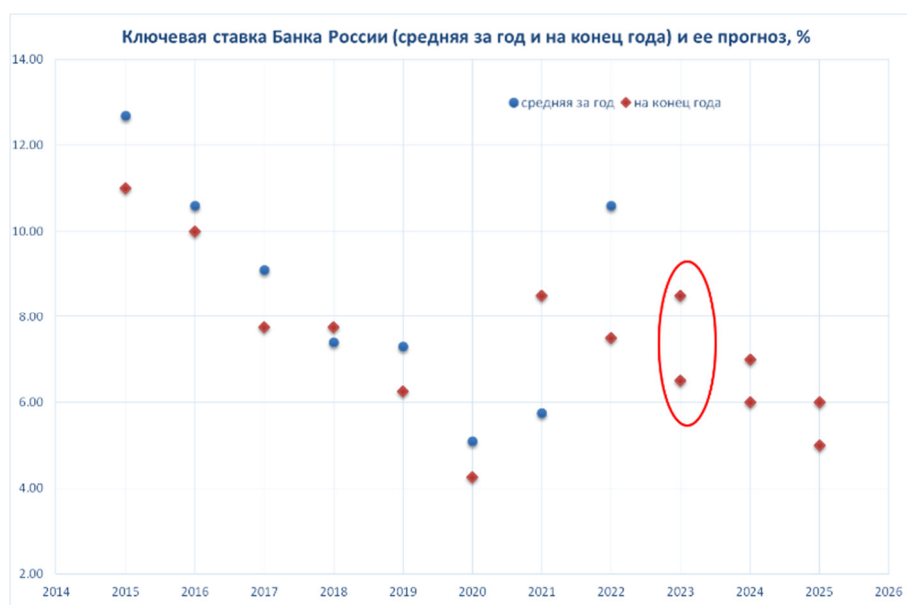


Согласно новому бюджетному правилу цена отсечения в проекте бюджета РФ на текущий год заложена на уровне \$62-63/бар. при средней добычи 10,0-10,5 млн баррелей в сутки. В декабре 2022 г. дисконт по цене российской марке Urals к Brent расширился, приблизившись к 40%, а на текущий момент дисконт сузился до 26,5%. **Прогноз по средней цене нефти Brent на 2023 г. составляет \$82,95/бар.** (\$103 в 2022 г.).

Основные внутренние факторы

✓ **Инфляция.** По итогам апреля 2023 г. инфляция достигла минимума и составила 2,31% в годовом исчислении, но в мае - июне она начала ускоряться до 2,51% и 3,25% в годовом выражении соответственно (на 1 июля 2,76% с начала года). Согласно заявлениям регулятора по итогам заседания 09/06/2023, проинфляционные риски до конца 2023 г. возросли. По последней оценке ЦБ, инфляция в 2023 г. составит 4,5–6,5% и вернется к целевым 4% в 2024 г. Ближайшее заседание ЦБ РФ запланировано на 21 июля 2023 г., а на последнем заседании в июне 2023 г. было принято решение о сохранении ключевой ставки без изменений на уровне 7,5%, где она находится с сентября 2022г.

✓ **Денежно-кредитная политика Банка России.** Проводимая Банком России денежно-кредитная политика сохранит необходимое дезинфляционное влияние для возвращения инфляции к цели в 2024 году. Учитывая повышение проинфляционных рисков факторов, увеличилась и вероятность повышения ключевой ставки. Масштаб повышения будет зависеть от поступающих данных о динамике цен, инфляционных ожиданий, совокупного спроса, а также от того, в какой мере эти данные будут влиять на риски отклонения инфляции от цели вблизи 4% в 2024 году. Диапазон ключевой ставки на 2023 г. был уточнен в диапазоне 7,3-8,2% и на 2024 год был сохранен на уровне 6,5–7,5% годовых.



По нашим оценкам, наиболее вероятным нам кажется сценарий, при котором ключевая ставка до конца года может быть повышена до 8,5-9,5%, что предполагает возможность ее поэтапного повышения на ближайших заседаниях как минимум на 100 б.п. (разово по 50 б.п.) или как максимуму на 150-200 б.п. (разово по 50-100 б.п.) при сохранении ее на достигнутом уровне до 1-2 квартала 2024 г.



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

✓ **Курс рубля.** Существенное ослабление рубля, наблюдаемое в последнее время по оценке ЦБ РФ является следствием изменений в торговом балансе - существенное сокращение текущего сальдо в годовом выражении, что связано со снижением экспортной выручки. При этом ЦБ не видит рисков для российской экономики и не планирует искусственно управлять валютным курсом за счет интервенций. К концу 2023г. мы ожидаем стабилизацию курса национальной валюты на уровне ~85-87 руб. за доллар.



✓ **Политика Минфина РФ на первичном рынке ОФЗ.** В 2023-2025гг. **внутренние заимствования будут выступать основным источником финансирования дефицита бюджета.** Согласно 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. Однако в текущем году, по словам, А. Сулуанова, 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. Доля флоатеров в портфеле варьируется в диапазоне 30% - 40%, при этом жесткий таргет не определен: 35%-50%-ая доля будет зависеть от рыночной ситуации. Данные заявления свидетельствуют о возможности проведения достаточно гибкой политики заимствования в текущем и следующих годах.

Планы привлечения на рынке ОФЗ в I и II кварталах 2023г., которые были установлены на уровне 800 и 850 млрд руб. соответственно, были выполнены в целом на 95,4%, благодаря суммарному размещению Минфином РФ гособлигаций порядка 1 574,306 млрд руб. На третий квартал 2023г. план был установлен на уровне 1 трлн руб.

✓ **Отсутствие притока новых денежных средств в пенсионные накопления НПФ и УК** говорит о сохранении относительно слабых возможностях НПФ увеличивать вложения на долговом рынке и в 2023 году. Основным источником для вложений на рынке облигаций для институциональных инвесторов будут средства, полученные ими от погашений и выплат купонов. Суммарный объем погашений и объем выплат купонных доходов в 2023 году во всех сегментах рублевого облигационного рынка составляет порядка 4,53 трлн руб. (53,3% из которых приходится на погашение основного долга). В 2024г. ожидаемый на текущий момент общий объем погашения и выплат купонного дохода составляет порядка 6,73 трлн руб. (63% из которых приходится на основной долг), **т.е. +49% к уровню текущего года.**

✓ **Ликвидность банковской системы.** Профицит ликвидности на конец 2022 г. составил 2,8 трлн руб., что соответствует прогнозу. Несмотря на крупный приток бюджетных средств в конце 2022 г. Банк России оперативно абсорбировал избыточную ликвидность. Приток средств сформировался за счет увеличения объема размещения средств на депозитах и по сделкам РЕПО с банками. Структурный профицит на 01/07/2023 сократился до 546 млрд руб. по сравнению с 928 млрд руб. месяцем ранее, и 1,1 трлн руб. на конец 1 кв. 2023 г. Отток ликвидности из банков был обусловлен ростом спроса на наличные деньги. Спрос на наличные деньги в июне возрос и привел к оттоку ликвидности в объеме 0,5 трлн руб., из них 0,1 трлн руб. пришлось на 23 – 25 июня. Прогноз структурного профицита ликвидности на конец 2023 г. сохранен в диапазоне от 2,5 до 3,1 трлн руб. В текущем году, ЦБ уже дважды повышал нормативы обязательных резервов банков. Так, с 1 марта 2023 г. были повышены нормативы обязательных резервов ввиду роста структурного профицита ликвидности (до 4% - нормативы по всем категориям обязательств в рублях, и до 7% - в иностранной валюте). С 1 июня - по всем категориям в рублях повышены до 4,5%, в валютах дружественных стран – с 5,5 до 6%, а валютах недружественных стран – с 7,5 до 8,5%.



Источник: Банк России

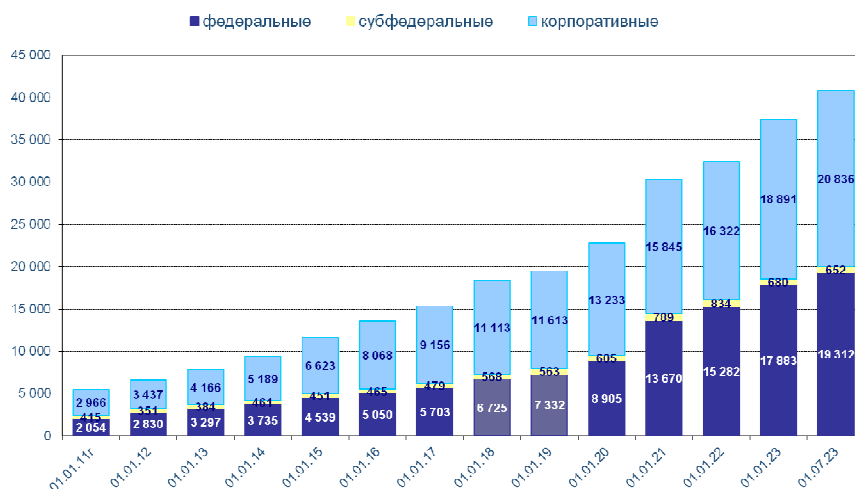
✓ **Рост активности инвесторов – физических лиц.** В 2023г. наблюдается рост активности инвесторов – физических лиц. По данным Московской бирже на 1 июля 2023г. количество физлиц с открытыми брокерскими счетами превысило 25,928 млн, увеличившись на 3,028 млн или 13,2% к началу года. По данным МБ в первой половине 2023г. физические лица вложили в облигации более 428 млрд руб., что на 43,6% больше показателя за весь 2022г., который составил более 299 млрд руб. На вторичных торгах облигациями доля физлиц увеличилась в первой половине 2023г. до 30,8% против 26,3% в 2022г. и 10,1% в 2021г. Росту активности физлиц на фондовом рынке способствует и опережающий рост ставок по облигациям по сравнению с депозитами. Согласно результатам мониторинга, проведенного Банком России в июле 2023 года, максимальные процентные ставки по вкладам в российских рублях десяти кредитных организаций, привлекающих наибольший объем депозитов физических лиц, составили в первой декаде июля — 7,83% годовых.



Объем и структура рынка рублевых облигаций

На конец первой половины 2023г. рынок рублевых облигаций (без учета краткосрочных и коммерческих облигаций) по нашим оценкам составил около 40,8 трлн руб., что на 8,9% выше показателя на начало текущего года. При этом единственным сегментом, который показал снижение (-4,2%), был рынок субфедеральных облигаций, объем которого составил порядка 651,8 млрд руб. Объемы в обращении федеральных и корпоративных облигаций выросли на 8,0% и 10,3% до 19,312 и 20,836 трлн руб., соответственно.

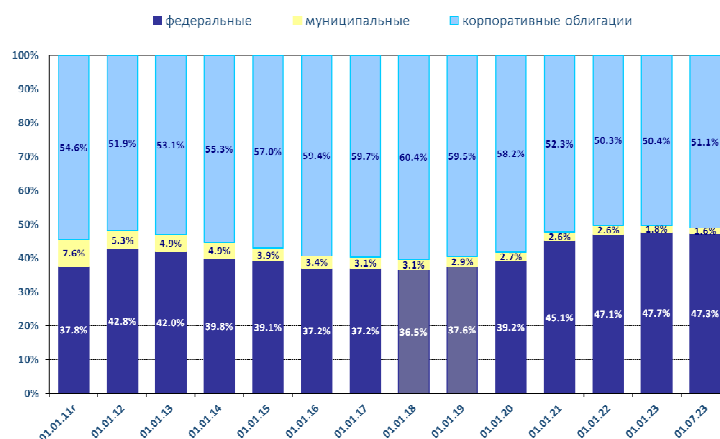
Объем рублевого облигационного рынка в обращении, млрд руб.



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Доля ОФЗ в первой половине года впервые после пятилетнего роста показала снижение с 47,7% до 47,3%. Доля субфедеральных облигаций снизилась до уровня 1,6% против 1,8% 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 51,1%, 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, %

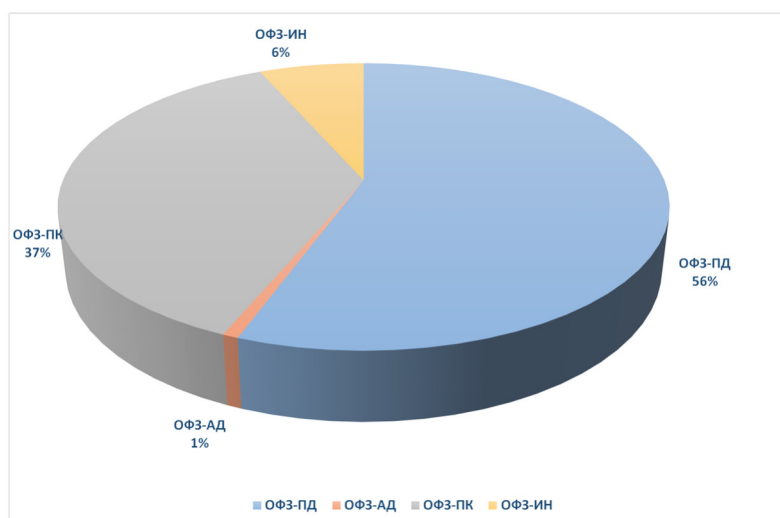


Источник: расчеты БК «РЕГИОН»



На рынке государственных облигаций основную долю около 55,6% занимают облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД), которая по итогам 6 месяцев 2023г. выросла на 0,8%. Продолжается снижение (на 0,2%) доли облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД), которая составила 0,7%. Доля ОФЗ-ПК, аукционы по которым начались только во втором квартале текущего года, снизилась с начала года на 1,5 п.п. до 37,1%. Около 6,6% (+0,9п.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., и началом размещения выпуска 52005.

Структура рынка федеральных облигаций



Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Кроме того, на 1 июля 2023г. на счетах физических лиц лежали **ОФЗ-н** четырех выпусков на общую сумму 18,755 млрд руб., которая снизилась с начала года на 3,413 млрд руб. (-15,4%) за счет проведения физлицами частичного досрочного погашения данных выпусков. Напомним, что в 2022г. Минфин РФ решил не возобновлять размещение данных облигаций (после приостановки операций с ними 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 первой половины 2023 года было представлено 107 выпусков долговых ценных бумаг 39 регионов – эмитентов на общую сумму 368,347 млрд руб. по номинальной стоимости, а также 7 выпусков облигаций 4 органов местной власти на общую сумму 13,450 млрд руб. по номинальной стоимости.

Первое место на рынке вновь заняла Москва, объем облигаций которой составил 115,4 млрд руб. или 18,1% от общего объема. Второе место заняла Московская область, объем облигаций в обращении которой составил 97,6 млрд руб. или 15,3% от общего объема рынка субфедеральных облигаций. Замыкает «тройку лидеров» Свердловская область (53,5 млрд руб. или 7,4%). На долю регионов, занимающих с 4 по 10 места, приходится от 7,6% до 2,7% рынка. При этом первая десятка регионов занимает порядка 75,1% рынка субфедеральных облигаций.



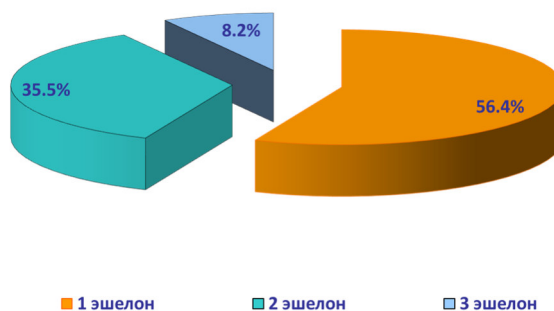
Крупнейшие эмитенты на рынке субфедеральных облигаций, % от общего объема

№ п.п.	Эмитент	Объем в обращении, млн руб.	Доля рынка, %	Количество выпусков	Доля, %
1	г. Москва	115 433.1	18.1%	3	2.8%
2	Московская обл.	97 550.0	15.3%	6	5.6%
3	Свердловская обл.	53 500.0	8.4%	9	8.4%
4	г. Санкт-Петербург	48 756.1	7.6%	3	2.8%
5	Нижегородская обл.	34 000.0	5.3%	4	3.7%
6	Саратов. обл.	33 500.0	5.2%	2	1.9%
7	Красноярский край	27 507.8	4.3%	5	4.7%
8	Саха (Якутия)	27 400.0	4.3%	7	6.5%
9	Краснодарский край	24 500.0	3.8%	3	2.8%
10	Самарская обл.	17 300.0	2.7%	4	3.7%
11	Ярославская обл.	17 200.0	2.7%	4	3.7%
12	Ульяновская обл.	17 175.0	2.7%	5	4.7%
13	Башкортостан	15 000.0	2.3%	2	1.9%
14	Томская обл.	11 500.0	1.8%	2	1.9%
15	Новосибирская обл.	10 750.0	1.7%	4	3.7%
16	Белгородская обл.	10 427.0	1.6%	6	5.6%
17	Ставрополье	8 200.0	1.3%	2	1.9%
18	Коми	7 500.0	1.2%	1	0.9%
19	Челябинская область	7 000.0	1.1%	3	2.8%
20	Оренбург. обл.	7 000.0	1.1%	2	1.9%

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

По нашим оценкам, доля облигаций региональных эмитентов первого эшелона (с высоким кредитным качеством) составила 56,4% на конец первого полугодия. В обращении находится 29 выпусков 9 эмитентов на общую сумму 359,94 млрд руб. Доля облигаций второго и третьего эшелонов составила 35,5% и 8,2% соответственно. В обращении находится 57 и 21 выпуска 18 и 12 эмитентов на общую сумму порядка 226,1 и 52,3 млрд руб. соответственно.

Эшелонированность рынка субфедеральных облигаций, % от общего объема

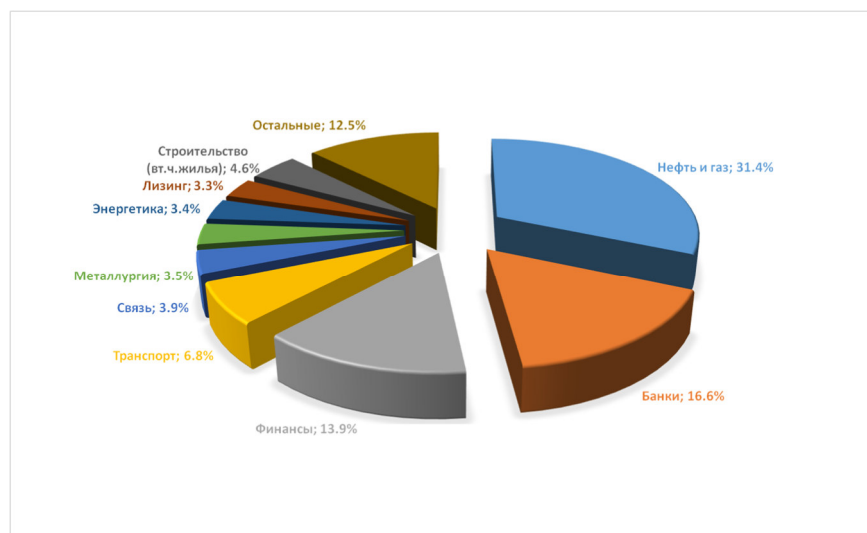


Источник: оценка и расчеты ООО «БК РЕГИОН»



На рынке корпоративных облигаций на конец первого полугодия 2023г. в обращении на Московской бирже находилось 1964 (на 51 выпуск больше по сравнению с началом года) выпуска 371 (без изменения к началу года) эмитента (без учета краткосрочных облигаций). Максимальную долю на рынке по-прежнему сохраняет нефтегазовый сектор с объемом более 5,249 трлн руб. или 31,4% от общего объема корпоративных облигаций в обращении. На втором месте с долей рынка 16,6% находятся банковские облигации общим объемом 2,277 трлн руб. Еще порядка 13,9% и 3,3% (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 33,8% от общего объема корпоративных облигаций в обращении, что стало на 1,6% ниже показателя на начало года. Кроме того, порядка 1,0% рынка занимают облигации МФО. Реальная экономика (кроме лидера – нефтегазовой отрасли) представлена также транспортным сектором (4-е место, 6,8%), строительством (4,6%), связью (3,9%), металлургией (3,5%), энергетикой (3,4%). На долю остальных отраслей приходится 12,5% рынка, при этом максимальная доля не превышает 2,5%.

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 74,8% против 66,7% на начало 2023 года от суммарного объема рынка соответственно. Доля облигаций второго эшелона составляет, по нашим оценкам, 14,9% (22,0% на начало года), третьего эшелона – 9,3% (9,0% на начало года). На конец первого полугодия 2023г. в обращении на рынке находилось 259 выпусков высокодоходных облигаций (ВДО) 143 эмитентов (против 239 и 135 соответственно на начало года) на общую сумму порядка 163,02 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 20,6% против 21,5% в начале года), ДОМ.РФ / ИА ДОМ.РФ (8,1% против 8,6%), Газпром / Газпром Капитал (7,6% против 3,7%), РЖД (5,5% против 5,9%). Среди кредитных организаций крупнейший эмитентом является Сбербанк (5,6% против 5,7%). На долю 10 крупнейших корпоративных эмитентов приходится порядка 59,3%, а на долю 30 крупнейших эмитентов- 76,9% (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	3 445.4	20.6%	37	1.9%
2	ДОМ.РФ / Дом.РФ ИА	1 346.6	8.1%	82	4.2%
3	Газпром Капитал	1 269.3	7.6%	42	2.1%
4	Сбербанк	931.6	5.6%	364	18.5%
5	РЖД	913.2	5.5%	47	2.4%
6	ВЭБ.РФ	644.9	3.9%	33	1.7%
7	ВТБ	463.1	2.8%	169	8.6%
8	ФСК - Россети	353.0	2.1%	28	1.4%
9	Газпромбанк	291.8	1.7%	35	1.8%
10	СИБУР Холдинг	239.1	1.4%	12	0.6%
11	Россельхозбанк	234.0	1.4%	37	1.9%
12	АФК Система	229.7	1.4%	23	1.2%
13	ГТЛК	228.7	1.4%	29	1.5%
14	МТС	199.0	1.2%	18	0.9%
15	НорНикель	197.4	1.2%	5	0.3%
16	Газпром нефть	192.0	1.1%	11	0.6%
17	АЛЬФА-БАНК	191.5	1.1%	23	1.2%
18	Ростелеком	170.0	1.0%	15	0.8%
19	Концерн РОССИУМ	150.0	0.9%	9	0.5%
20	ЕАБР	128.0	0.8%	10	0.5%
21	РУСАЛ ОК	126.2	0.8%	5	0.3%
22	Почта России	119.8	0.7%	18	0.9%
23	РусГидро	110.0	0.7%	6	0.3%
24	СУЭК-Финанс	109.5	0.7%	5	0.3%
25	Банк ФК Открытие	102.6	0.6%	13	0.7%
26	Автодор	99.4	0.6%	9	0.5%
27	Росбанк	92.6	0.6%	18	0.9%
28	РЕСО-Лизинг	87.5	0.5%	18	0.9%
29	ВымпелКом	87.3	0.5%	11	0.6%
30	Транснефть	87.0	0.5%	5	0.3%

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»



В конце 2022г. на рынке появился новый инструмент - «замещающие» облигации. «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 полугодия 2023г. в обращении находился 29 выпусков «замещающие» облигации 6 компаний, из которых 18 выпусков номинированы в долларах США, 9 выпуска в евро и по одному выпуску в фунтах и швейцарских франках. При этом у Газпром Капитала в обращении находится 21 выпуск во всех четырех валютах, остальные в долларах США: 4 выпуска НК ЛУКОЙЛ, по одному выпуску: Совкомфлот, ХК Металлоинвест, Борец Капитал и ММК.

Эмитенты	Выпуски	Заявленный объем, млн	Размещенный объем, млн	Валюта	Доля размещения, %
6	18	19 480.0	10 377.1	\$	53.3%
1	9	7 500.0	3 564.0	EUR	47.5%
1	1	850.0	411.2	GBP	48.4%
1	1	500.0	173.2	CHF	34.6%

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Общий объем в обращении «замещающих» облигаций в рублевом эквиваленте (по официальным курсам на 1 июля 2023г.) составил 943,740 млрд руб. или 6,1% от общего объема рынка корпоративных облигаций в обращении.

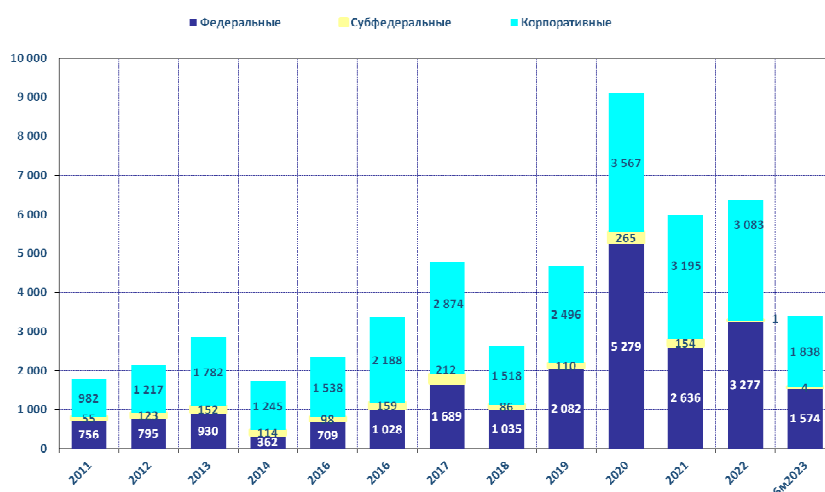
Ранее на долговом рынке также появился еще один новый инструмент - корпоративные облигации, номинированные в китайских юанях. Первые облигации появились на рынке только в начале августа 2022 года, но быстро завоевали интерес как эмитентов, так и инвесторов, что позволило им занять определённую нишу на облигационном рынке. На конец 1 полугодия 2023г. в обращении находилось 22 выпуска номинированных в юанях облигаций 13 эмитентов на общую сумму 70,433 млрд юаней или в рублевом эквиваленте 823,124 млрд (4,0% от общего объема рынка в обращении).



Основные показатели первичного рынка

Объем первичных размещений рублевых облигаций по итогам первой половины 2023г. составил, по нашим оценкам, около 3 416,1 млрд руб., что почти в 7 раз выше показателя аналогичного периода 2022 года. При этом первичный рынок ОФЗ составил 1 574,3 млрд руб., а на рынке корпоративных облигаций объем размещения составил порядка 1 837,8 млрд руб. На рынке субфедеральных облигаций прошло одно доразмещение и одно новое размещение на сумму 4,0 млрд руб.

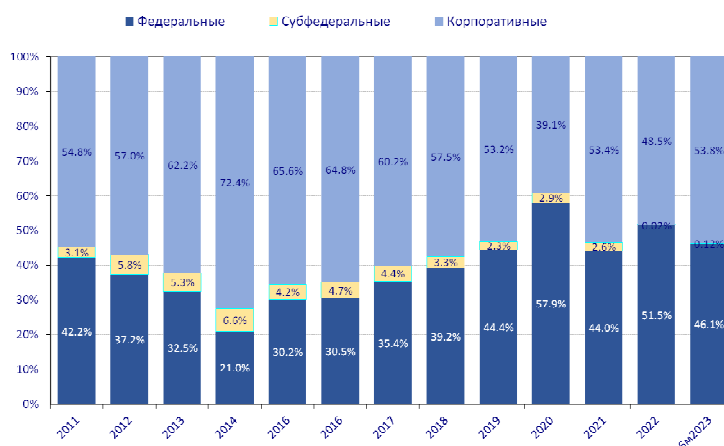
Объем первичного размещения облигаций в 2011–2023гг., млрд руб.



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

На долю ОФЗ пришлось 46,0% от общего объема размещений (24,7% по итогам первой половины 2022 года). На долю корпоративных и субфедеральных облигаций пришлось 53,8% и 0,12% соответственно.

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

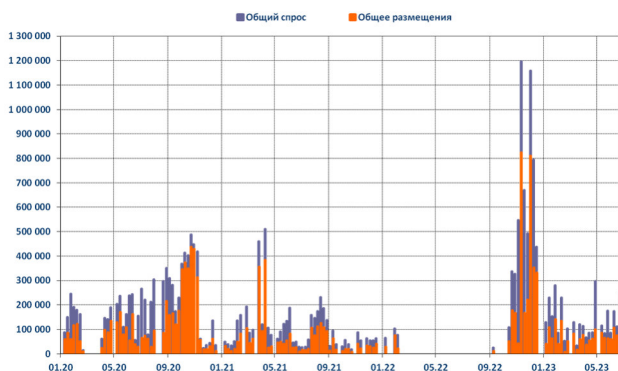


Источники: Минфин РФ, Московская Биржа, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

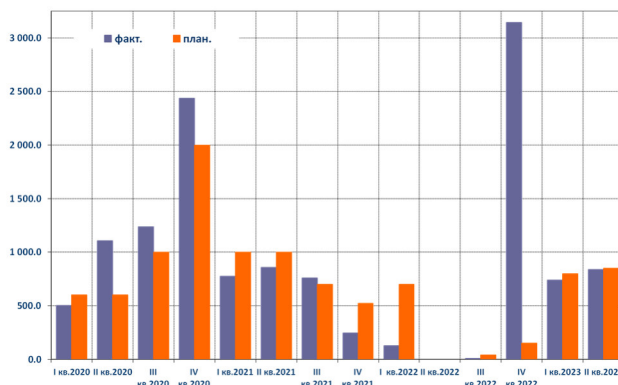


По итогам состоявшихся в январе – июне т.г. двадцати трех аукционных дней объем размещения Минфином РФ гособлигации составил порядка 1 574,306 млрд руб., обеспечив на 95,4% выполнение «плана» привлечения на рынке ОФЗ в I и II кварталах 2023г., который был установлен на уровне 800 и 850 млрд руб. соответственно.

Объем спроса и размещения ОФЗ, млн руб.



Объемы размещения ОФЗ по-квартально, млрд руб.



Источник: Минфин РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

С начала 2023г. на первичном рынке субфедеральных облигаций прошло одно доразмещение и одно размещение. **Магаданская область** доразместила облигации выпуска 34002 в объеме 1 млрд руб. Сбор заявок на бумаги прошел 10 февраля, 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.

По итогам сбора заявок, который состоялся 25 апреля 2023г., ставка 1-го купона по облигациям **Ульяновской области** выпуска 34005 была установлена в размере 10,6% годовых. Ставка остальных купонов приравнена ставке 1-го купона. Первоначально ориентир ставки 1-го купона был объявлен на уровне не выше 10,97% годовых. Техническое размещение бумаг на бирже состоялось 27 апреля 2023 года. Общий объем выпуска облигаций по номинальной стоимости составляет 3 млрд. руб. Срок обращения бумаг - 5 лет. Погашение номинальной стоимости облигаций осуществляется амортизационными частями: 40% в дату окончания 8-го купона, 10% в дату окончания 12-го купона, 30% в дату окончания 18-го купона, 20% в дату окончания 20-го купона.

Итоги размещения в 2023г.

Эмитент	Выпуск	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
Магаданская обл. *	34002	14.02.23	17.12.27	1 000	1 000	10.61	11.04	3.14	222	BBB-(RU)/Ст / ruBBB+/Ст
Ульяновская обл.	34005	27.04.23	26.04.28	3 000	3 000	10.60	11.03	2.87	250	- / ruBBB-/Ст

* доразмещение

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

29 июня 2023г. сбор книги заявок инвесторов провела **Республика Башкортостан**. К размещению был предложен выпуск облигаций объемом 5,5 млрд руб. со сроком обращения 3 года и амортизацией долга, которая обеспечит дюрацию на уровне 2,5 года. Ориентир по доходности был установлен на уровне значения G-кривой ОФЗ на сроке 2,5 года +120-140 б.п., что соответствовало 9,95-10,17% годовых (купон 9,60-9,80% годовых). По итогам сбора заявок ставка первого купона была установлена на уровне 9,35% годовых, что соответствует доходности к погашению 9,69% годовых (спред к G-кривой ОФЗ 96 б.п.). Техническое размещение на Московской бирже прошло 4 июля 2023г.



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	643.748	-8.038	-1.23%
кредиты от КО	126.21	58.611	-67.601	-53.56%
бюджетные кредиты	1979.92	2 271.702	291.783	14.74%
госгарантии	24.91	21.545	-3.361	-13.49%
иные ДО	5.86	0.003	-5.857	-99.94%
Всего	2788.69	2 966.084	177.399	6.36%

Источник: Минфин РФ, расчет ООО «БК РЕГИОН»

В текущем году мы ожидаем повышение активности на первичном рынке субфедеральных облигаций, о чем свидетельствует зарегистрированные в первом квартале условия эмиссии уже 21 субъектов и МО 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 № 24PB-5 (с изменениями от 23.03.2023 № 24PB-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	MOO-015/00891 от 29.03.2023	Распоряжение Министерства экономики и финансов Московской области от 09.03.2023 № 24PB-8 (с изменениями от 27.03.2023 № 24PB-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
Министерство финансов Магаданской области	MGN-005/00893 от 13.04.2023	Приказ Министерства финансов Магаданской области от 16.03.2023 № 37	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 30 лет
Министерство финансов и налоговой политики Новосибирской области	ANO-013/00894 от 19.04.2023	Приказ Министерства финансов и налоговой политики Новосибирской области от 15.03.2023 № 16-НПА	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 30 лет
Департамент финансов Ханты-Мансийского автономного округа - Югры	HMN-009/00895 от 21.04.2023	Приказ Департамента финансов Ханты-Мансийского автономного округа - Югры от 30.03.2023 № 12-нп	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 5 до 8 лет
Правительство Москвы	MOS-046/00896 от 26.04.2023	Постановление Правительства Москвы от 18.04.2023 № 684-ПП	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом	от 1 года до 30 лет
Правительство Москвы	MOS-047/00897 от 26.04.2023	Постановление Правительства Москвы от 18.04.2023 № 685-ПП	документарные с обязательным централизованным хранением с постоянным купонным доходом	от 1 года до 30 лет
Департамент финансов Томской области	TMS-035/00898 от 11.05.2023	Приказ Департамента финансов Томской области от 11.04.2023 № 11	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 10 лет
Министерство финансов Калининградской области	KLN-007/00899 от 12.05.2023	Приказ Министерства финансов Калининградской области от 10.03.2023 № 37 (с изменениями от 19.04.2023 № 73)	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом	до 30 лет
Министерство финансов Калининградской области	KLN-008/00900 от 12.05.2023	Приказ Министерства финансов Калининградской области от 10.03.2023 № 38 (с изменениями от 19.04.2023 № 74)	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным/постоянным купонным доходом	от 1 года до 5 лет
Мэрия города Новосибирска	NSB-021/00901 от 22.05.2023	Постановление Мэрии города Новосибирска от 10.04.2023 № 1735	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 10 лет
Администрация города Томска	TOM-020/00902 от 05.06.2023	Постановление Администрации города Томска от 04.05.2023 № 308	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	до 5 лет
Департамент финансов Томской области	TMS-036/00903 от 22.06.2023	Приказ Департамента финансов Томской области от 11.04.2023 № 10 (с изменениями от 13.06.2023 № 17)	бездокументарные с постоянным купонным доходом	от 1 года до 5 лет
Администрация города Красноярск	KRN-010/00904 от 22.06.2023	Постановление Администрации города Красноярск от 22.05.2023 № 334	документарные с обязательным централизованным хранением с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга	от 1 года до 5 лет

Источник: Минфин РФ

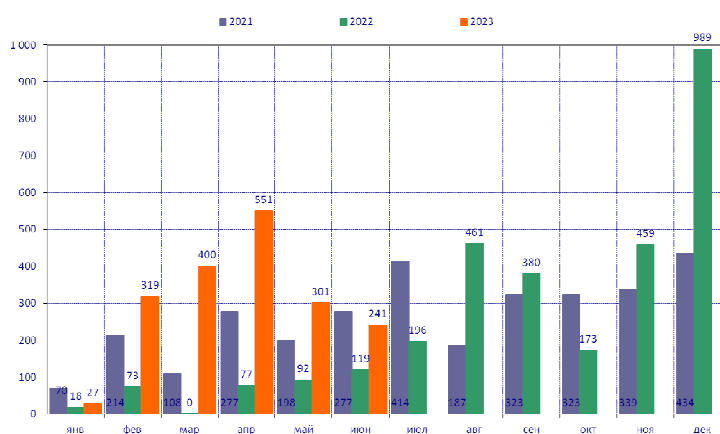


На **первичном рынке корпоративных облигаций** в первой половине 2023г. было размещено 573 выпуска рублевых облигаций на общую сумму порядка 1 837,8 млрд руб. (без учета краткосрочных, коммерческих и замещающих облигаций), включая пять выпусков облигаций в юанях общим объемом 20,87 млрд юаней (или 233,7827 млрд руб.), а также 26 выпусков (включая дополнительные) замещающих облигаций в долларах США, евро, фунтах стерлингов и швейцарских франках на общую сумму эквивалентную 564,6 млрд руб.

Вне биржи было размещено 323 выпусков корпоративных облигаций на общую сумму около 328,1 млрд руб. или около 17,9% от общего объема, включая 304 выпуска структурных облигаций 186,5 млрд руб. или 10,2% от общего объема размещения или 56,9% от внебиржевого размещения. Кроме того, большую долю во внебиржевом размещении занимают облигации государственных корпораций за счет средств ФНБ.

Максимальную долю на рынке рублевых облигаций порядка 55,0% заняли облигации **реального сектора** с общим объемом более 1 004 млрд руб. При этом около 47% из этого объема пришлось на восемь крупных сделок объемом 30-60 млрд руб. (Газпром Капитал (4 выпуска по 30-45 млрд руб.), НорНикель (60млрд руб.), РусГидро (35 млрд руб.), НОВАТЭК и Магнит (по 30 млрд руб.) и один выпуск НК Роснефть на 15 млрд юаней (или более 166,8 млрд руб.).

Объем размещения корпоративных облигаций, млрд руб.



Источники: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

Около 15,5% и 12,4% от общего объема размещения рублевых облигаций пришлось на **банковский** (258,1 млрд руб.) и **финансовый сектора** (205,5 млрд руб.). При этом около 70% от этого банковского объема пришлось на три крупных сделки: Сбербанк (62 и 68 млрд руб.), ВЭБ.РФ (50 млрд руб.).

На первичном биржевом рынке преобладало размещение облигаций **первого эшелона**: на 103 выпусков (более 50% от общего количества) пришлось около 1 146,3 млрд руб. (более 76,3% от общего объема). На долю 23 и 21 выпусков **второго и третьего эшелонов** пришлось 160,5 и 149,8 млрд руб. соответственно (или 10,7% и 10,0%). На 46 выпусков (более 23% от общего количества) **ВДО** с объемом 45,7 млрд руб. пришлось около 3,0% от общего объема размещений рублевых облигаций.

С точки зрения **срочности новых облигаций**, у более 55% всех размещенных облигаций срок обращения составлял 1-3 года, рыночные размещения с фиксированным купоном на срок 4-5 лет и более состоялись по двум выпускам Газпром Капитала (4 и 4,75 года), по одному выпуску Полюса (5 лет), по бессрочному выпуску Банка ДОМ.РФ. По остальным долгосрочным выпускам либо предусмотрена амортизация долга, либо плавающий купон или дополнительный доход, привязанный у определенному активу.



На рынке облигаций, **номинированных в юанях** в первом полугодии прошло пять сделок: вторые выпуски разместили НК Роснефть (15 млрд юаней) и ЮГК (600 млн юаней), дебютные выпуски Совкомфлота (2,6 млрд. юаней), ФосАгро (2,0 млрд юаней) и ЕСЭ-Гидрогенерация (670 млн).

На рынке **замещающих облигаций** в первом полугодии 2023г. присутствовали два эмитента – Газпром Капитал и Совкомфлот. **Газпром Капитал** разместил: 12 выпусков (5 новых и 7 дополнительных) в долларах США на \$5,4 млрд (45,9% от предложенных к замещению облигаций), 5 новых выпусков в евро на 2,17 млрд евро (51,1% от предложенных к замещению облигаций), один новый и один дополнительный выпуск в швейцарских франках на 173,8 млн (34,6% от предложенных к замещению облигаций), а также дополнительный выпуск на 117,65 фунтах стерлингов (21,1% от предложенных к замещению облигаций). **Совкомфлот** разместил два дополнительных выпуска на общую сумму \$57,275 млн, что составило 51,1% от предложенных к размещению облигаций. Кроме того, в следующем месяце (в июле) должны завершиться размещения одного дополнительного выпуска Совкомфлота, трех дополнительных выпусков Газпром Капитала, а также двух новых выпусков **ФосАгро** (все выпуски в долларах США общим объемом 2 648,2 млн).

Обороты вторичного рынка

По итогам первой половины 2023г. объем биржевых сделок с рублевыми облигациями составил порядка 3 145,7 млрд руб., что на 34,6% выше показателя за аналогичный период предыдущего года. При этом в сегменте федеральных облигаций наблюдалось снижение объема сделок на 11,3% до 1 588,5 млрд руб. Повышение объема сделок на 48,5% было зафиксировано в субфедеральном сегменте. Более чем в 2,9 раза (за счет низкой базы прошлого года) выросли объёмы торгов корпоративными облигациями до 1 523,1 млрд руб. На долю гособлигаций пришлось около 50,5% от суммарного объема, на долю субфедеральных и корпоративных облигаций – 1,1% и 48,4%. Можно отметить, что в первом полугодии 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.

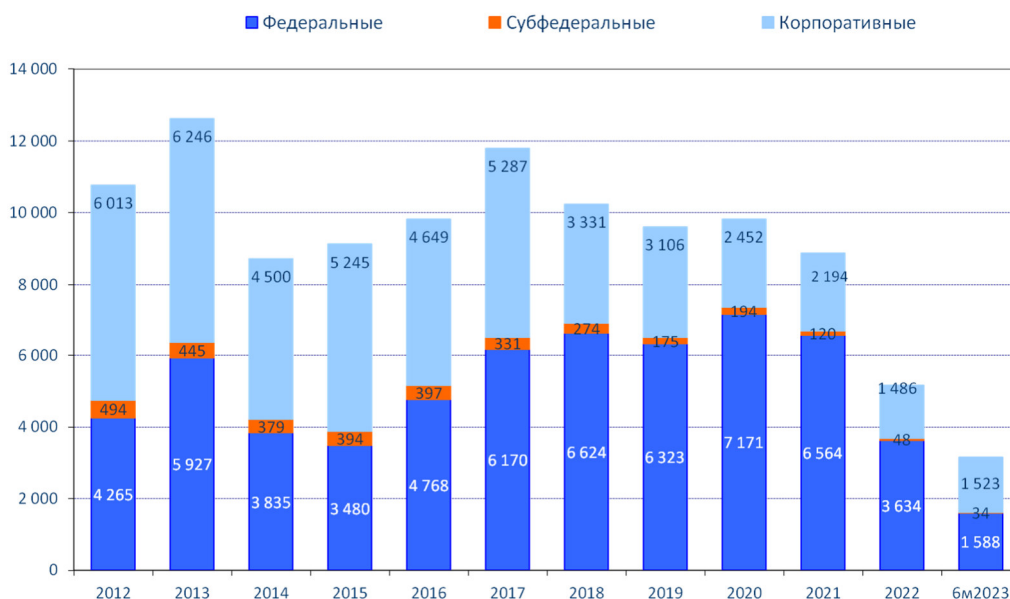
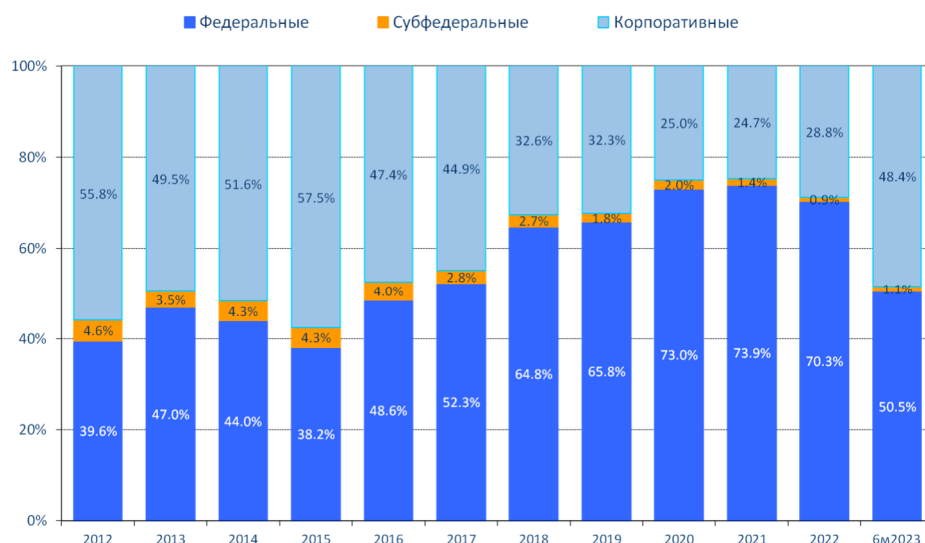




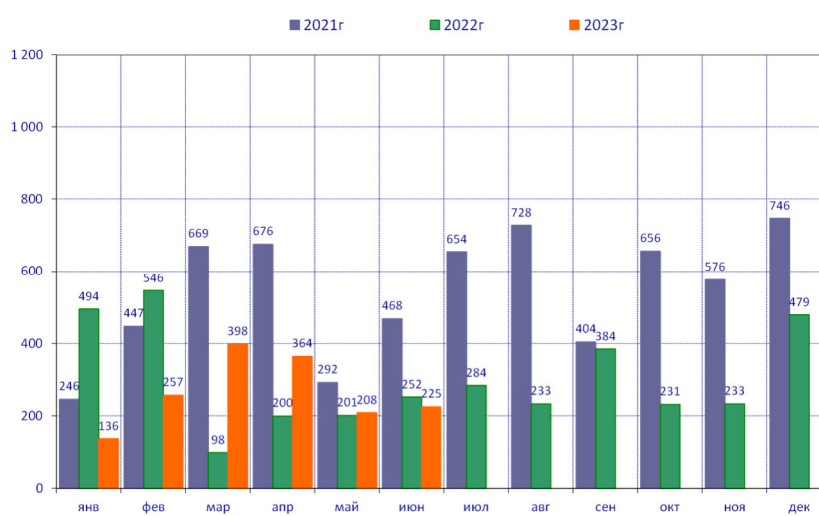
Рисунок. Структура биржевых сделок с облигациями, в % от суммарного объема



Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

На рынке ОФЗ в течение первых шести месяцев активность была ниже уровня предыдущих двух лет, за исключением марта предыдущего года, когда торги долгое время не проводились, и апреля предыдущего года, благодаря росту активности участников торгов на фоне улучшения конъюнктуры рынка. 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. В апреле среднедневной показатель был улучшен до 18,2 млрд руб., но в мае и июне вновь наметилось существенное снижение до 9,9 и 10,7 млрд руб. соответственно.

Объем торгов с ОФЗ, млрд руб.

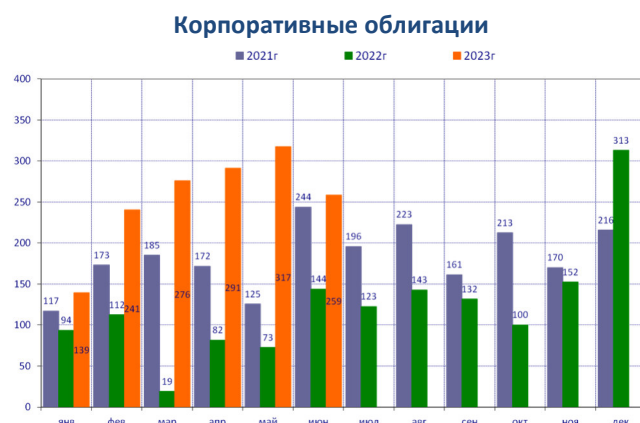
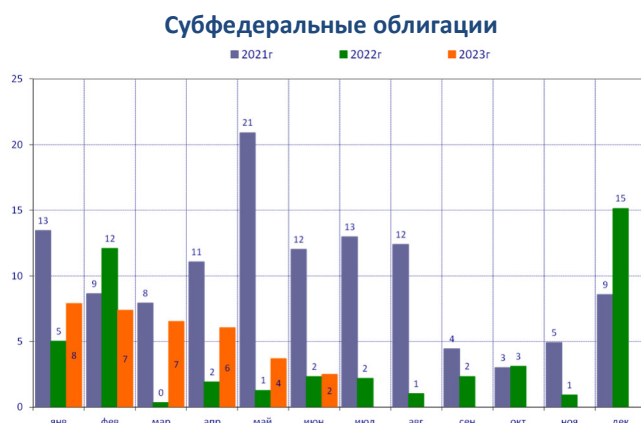


Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



На вторичном рынке **субфедеральных облигаций** в первой половине 2023г. объемы сделок превысили уровень аналогичного периода предыдущего года (за исключением февраля), но на фоне пистонного снижения активности торгов (вследствие отсутствия активности на первичном рынке) объем торгов в июне практически сравнялся с результатом годом ранее. 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, до 14,6 и 15,1 млрд руб. в апреле и мае, и лишь в июне наблюдалось снижение до 12,1 млрд руб. давности.

Объем биржевых торгов, млрд руб.

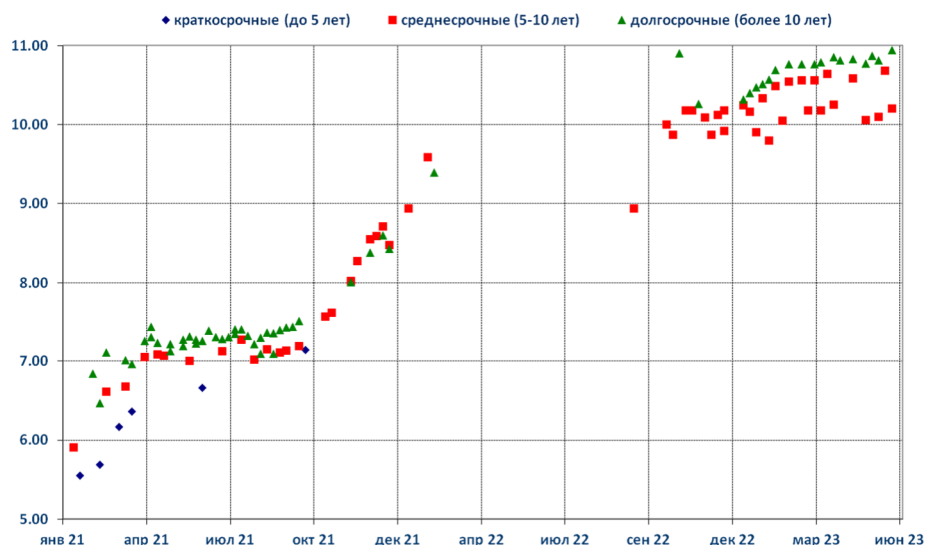


Источники: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

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 неоднозначными.

Доходность при размещении ОФЗ., % годовых

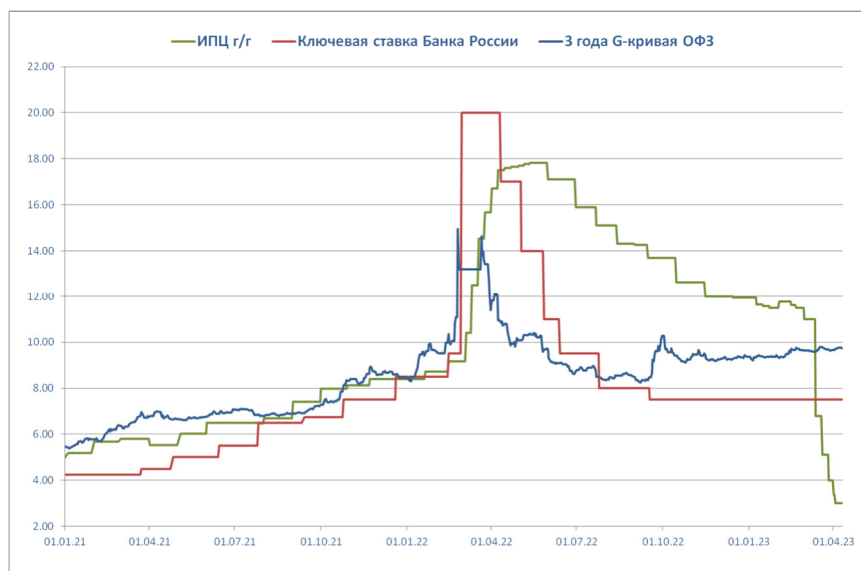


Источник: Минфин РФ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



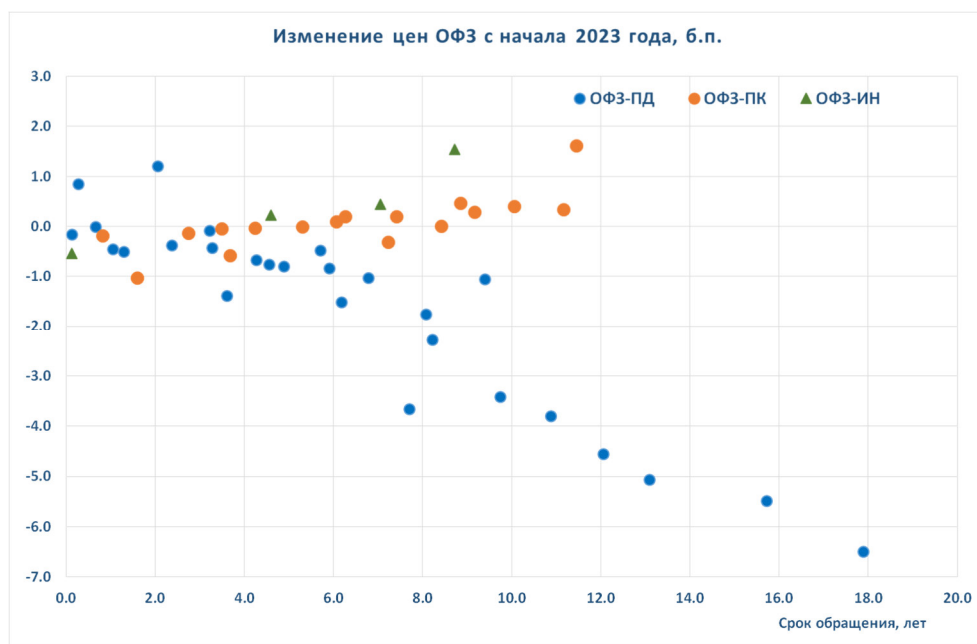
На фоне роста процентных ставок на вторичном рынке инвесторы, нередко, требовали дополнительную «премию» по долгосрочным выпускам ОФЗ-ПД. Минфин не всегда был готов к этому, и в феврале и марте два аукциона были признаны несостоявшимися в связи с отсутствием заявок по приемлемым уровням цен. В дальнейшем, несмотря на ограничения размера «премий» инвесторам со стороны эмитента, рост ставок на первичном рынке продолжился. Так, при размещении облигаций в январе средняя премия составила порядка 7,5 б.п., но уже в феврале она снизилась до 5,5 б.п. и выросла до 5,7 б.п. по итогам марта. На фоне улучшения конъюнктуры на вторичном рынке в апреле средняя премия при размещении в апреле и мае снизилась до 3,8 и 3,2 б.п. соответственно. В июне на фоне роста неопределённости средняя «премия» повысилась до 4 б.п. При этом в начале третьей декады июня новый выпуск в погашение в мае 2038г. был размещен со средневзвешенной доходностью 10,94% годовых (10,96% по цене отсечения), что стало максимальным уровнем ставок на первичном рынке с начала года.

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

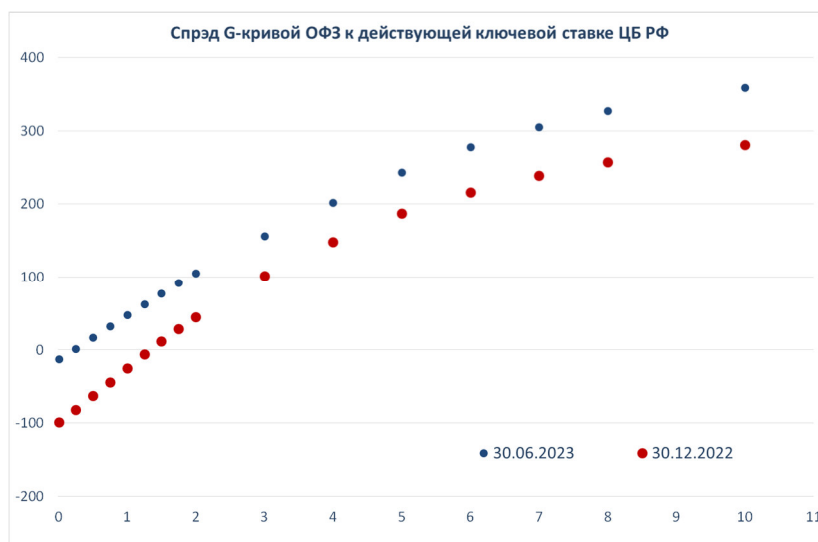
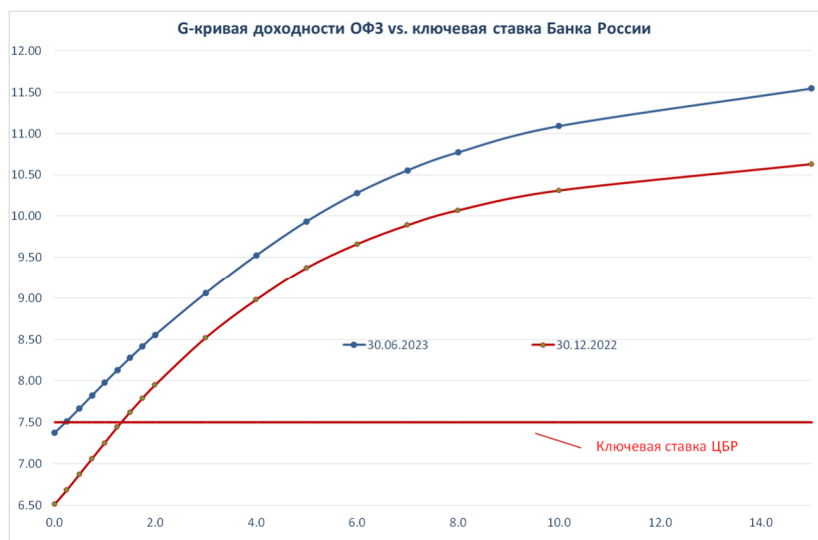


Источник: Росстат, Банк России, МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»

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 которая достигла своих локальных максимальных уровней в начале третьей декады февраля. После этого произошла небольшая коррекция вниз и переход к боковой динамике, которая сохранялась практически в течение всего второго квартала. Кроме того, существенное снижение темпов инфляции как в недельном, так и в месячном и годовом выражении в марте несколько успокоило долговой рынок и приостановило рост ставок на нем. На конец первого полугодия рост доходности ОФЗ с начала года в среднем по рынку составил 49 б.п. (35 б.п. по итогам первого квартала), при этом на коротком «конце» кривой (со сроком обращения до 2 лет) повышение составило в пределах 40-61 б.п., на среднем участке - 30-50 б.п., а на длинном конце кривой – в пределах 63-86 б.п. Причинами этого ускорения в июне стала жесткая риторика заявления Банка России, из которой следовало, что вероятность повышения ключевой ставки существенно выше вероятности ее снижения в текущем году. Был дан ясный сигнал, что уже на ближайших заседаниях может быть рассмотрен вопрос о повышении ключевой ставки. На июньском заседании этот сигнал был подтвержден в очередной раз, но ключевую ставку вновь оставили на прежнем уровне 7,50% (который держится с сентября 2022г.). Кроме того, некоторое повышение темпов инфляции как в недельном, так и в месячном и годовом выражении в июне т.г. также стало причиной некоторого беспокойства долгового рынка и привело к снижению цен.



Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



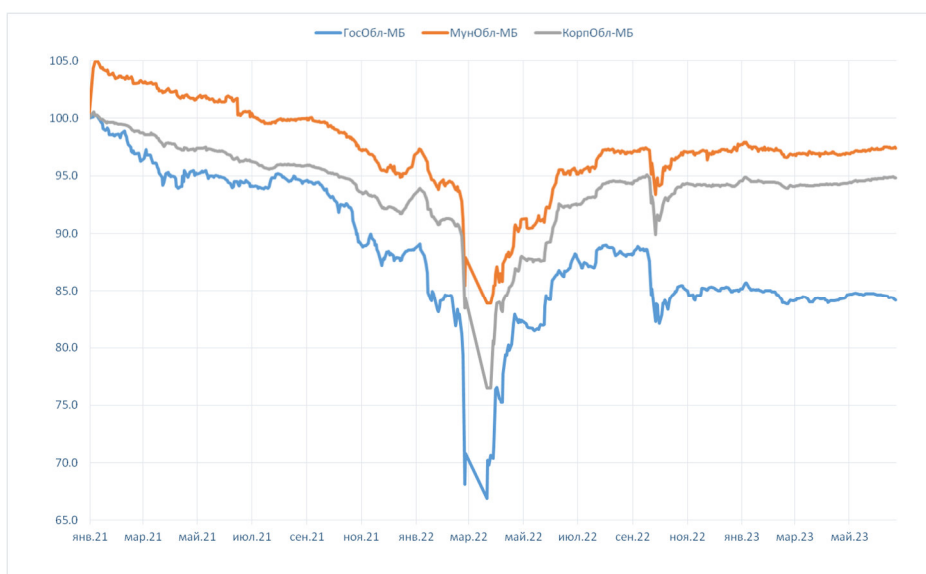
Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



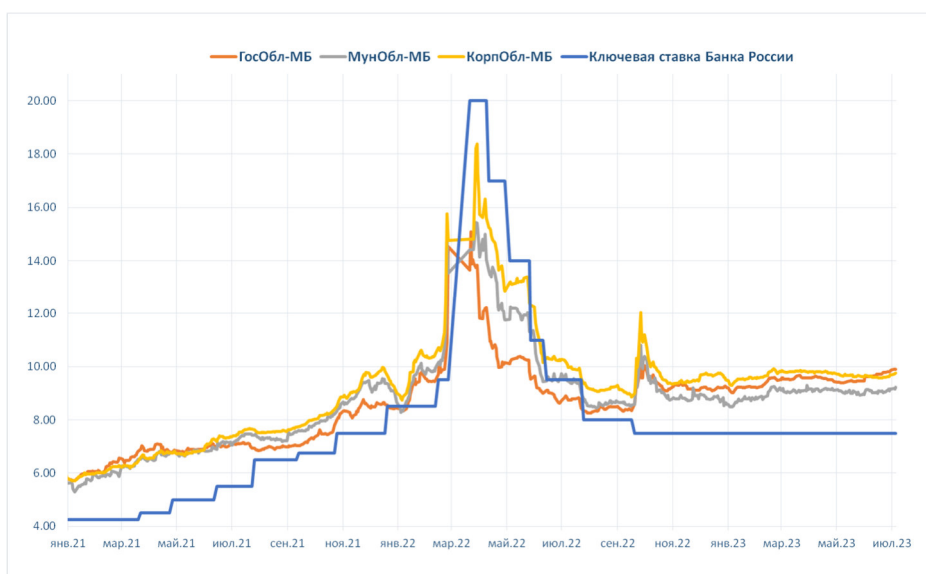
Вместе с тем, большая неопределённость предопределяет сохранение большого наклона «кривой» ОФЗ, при котором ставки на коротком конце «кривой доходности» ОФЗ составляет порядка 8,10-8,20% годовых (на сроке обращения порядка 1 года) и на дальнем конце - порядка 11,05% годовых (на сроке 18 лет). При этом спреды между коротким и длинным концом «кривой» остаются на исторически максимальном уровне – порядка 285-295 б.п. и выше.

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 полугодия 2023г. изменение рассчитываемых Московской биржей индексов средней доходности субфедеральных и корпоративных облигаций составило +57 и +21 б.п. против повышения доходности ОФЗ на 68 б.п.

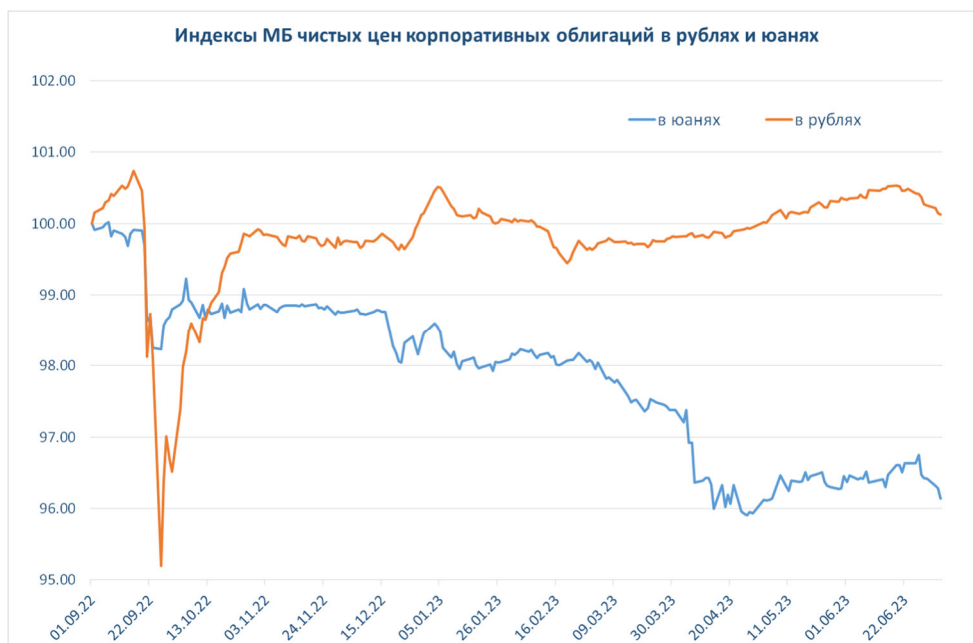
Индексы чистой цены облигаций МБ



Индексы средневзвешенной доходности МБ

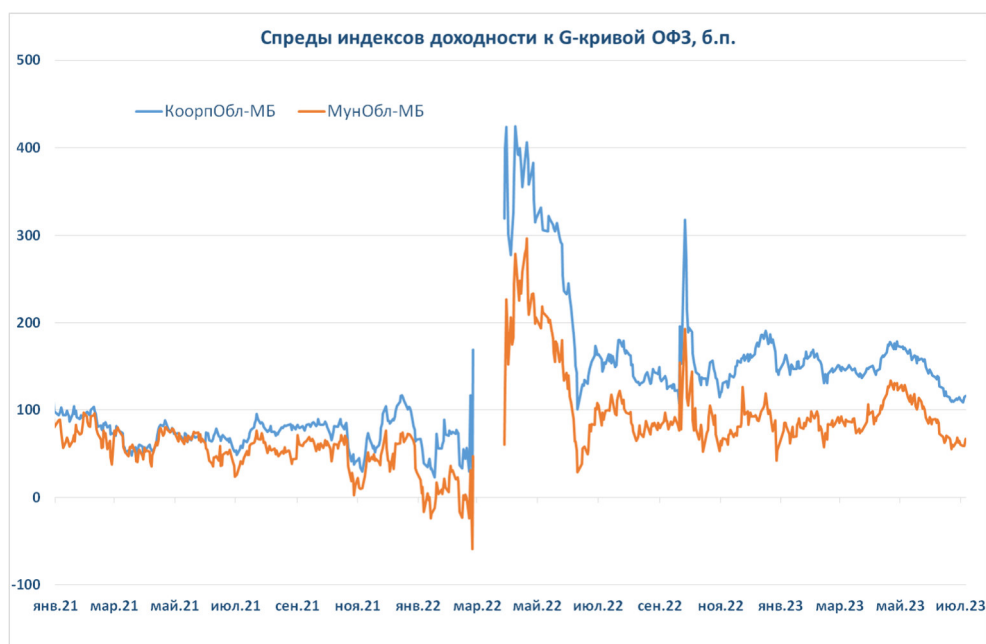


Источник: Московская биржа, расчеты ООО «БК РЕГИОН» (На 0.1.01.2021г. ценовые индексы = 100.)



Источник: Московская биржа, расчеты ООО «БК РЕГИОН» (На 0.1.01.2022г. ценовые индексы = 100.)

При этом, спреды между доходностью субфедеральных и корпоративных облигаций и доходностью ОФЗ на вторичном рынке после сужения в конце прошлого года до 60 и 145 б.п. в 2023г. имели разнонаправленное движение: в начале года начали преимущественно расширяться, достигнув к середине мая 110 б.п. и 165 б.п. соответственно, но к концу июня т.г. спреды сузились до 60 и 111 б.п. соответственно.



Источник: МБ, расчеты ООО «БК РЕГИОН»



Инвестиционная привлекательность

Наиболее доходными по итогам 1 полугодия 2023г. стали корпоративные облигации ВДО ПИР, возврат на инвестиции в которые составил 9,6% и более чем в три раза превысил уровень инфляции с начала текущего года (напомним, что вложения в эти облигации сопряжено с повышенным риском). Вложения в государственные, субфедеральные и корпоративные облигации также принесли инвесторам доход, который составил 2,4%, 4,4% и 3,6% соответственно за первое полугодие. При этом возврат на инвестиции в ОФЗ-ИН оказался более высоким 4,79%. Единственным сегментом долгового рынка, показавшим отрицательную динамику, стали облигации в китайских юанях с результатом -0,2%. Правда, с учетом валютной переоценки (+22,9%) результат в рублях оказался наиболее высоким на долговом рынке. При этом наиболее удачными на рынке капитала оказались вложения в акции, рост которых по итогам 6 месяцев 2023г. составил 29,9%, правда после падения на 43,2% в прошлом году. Результаты вложений по итогам 6 месяцев 2023г. в иностранные валюты также оказались достаточно прибыльными: так, например, покупка доллара США принесла возврат порядка 25,7% (после снижения на 5,3% в предыдущем году), а евро и юаня принесли прибыль в размере 26,9% и 22,9% (против снижения на 10,0% и 14,4% соответственно в предыдущем году).

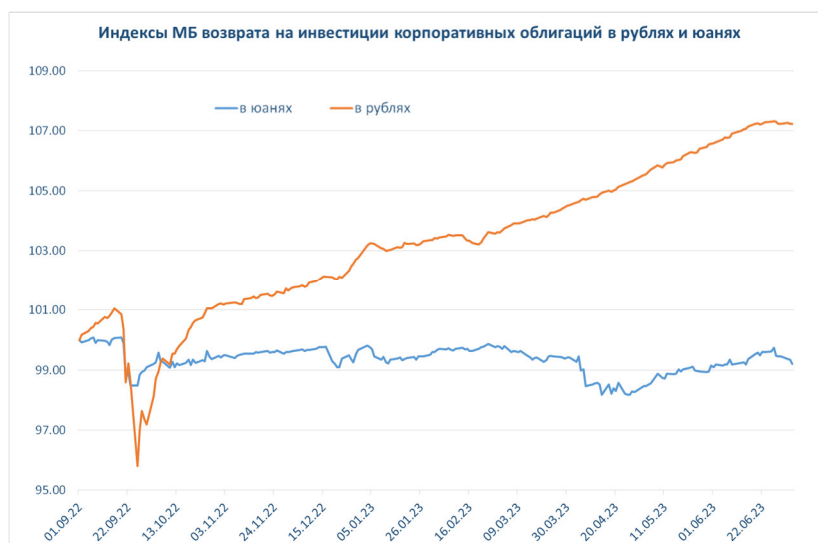
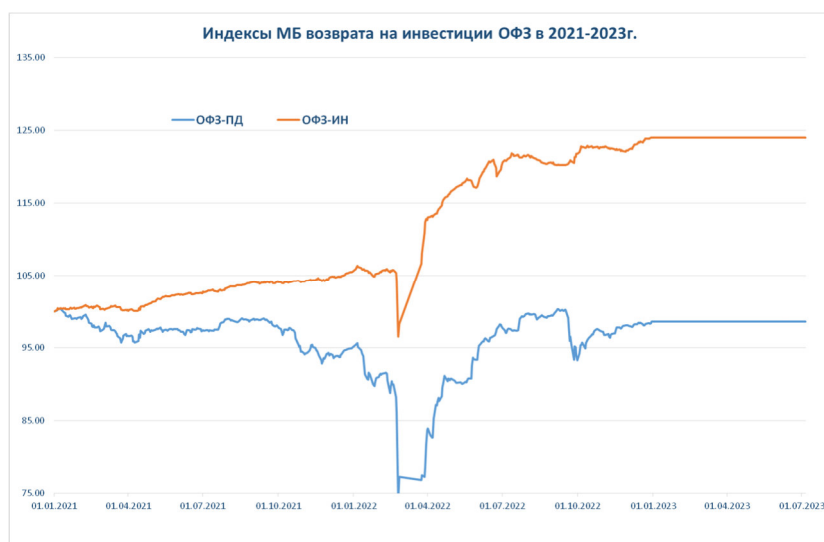
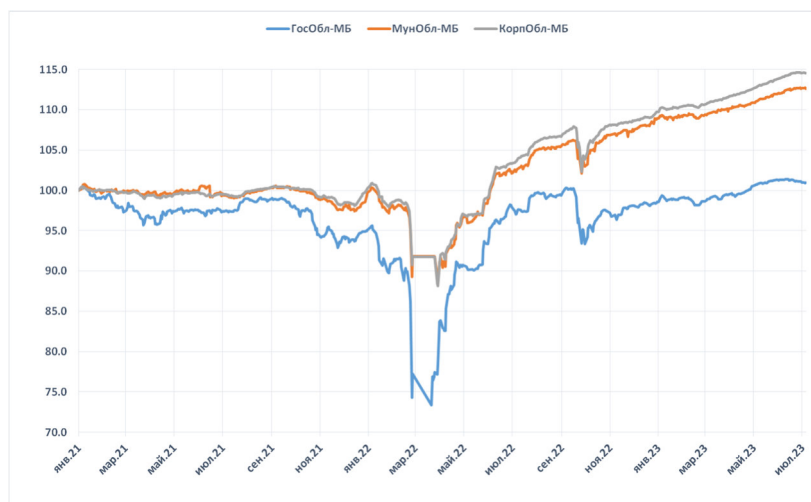
Таблица. Возврат на инвестиции (Total Return) в различные сегменты финансового рынка, %

Инструмент	Период, годы								
	6 мес. 20223	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Рынок облигаций									
Все рублевые облигации	2.9%	5.4%	-4.7%	8.4%	18.8%	1.4%	14.1%	8.7%	23.9%
Государственные (ОФЗ-ПД)	2.4%	3.7%	-4.9%	8.5%	20.0%	2.1%	12.8%	15.0%	29.4%
Государственные (ОФЗ-ИН)	4.7%	17.5%	5.6%	-	-	-	-	-	-
Субфедеральные	3.6%	8.2%	-1.1%	7.4%	13.4%	4.3%	10.3%	12.0%	16.2%
Корпоративные	4.4%	8.3%	-0.1%	8.3%	14.3%	4.4%	12.3%	11.0%	18.6%
Корпоративные ВДО ПИР	9.6%	-0.7%	8.4%	12.2%	-	-	-	-	-
Корпоративные в юанях	-0.2%	-	-	-	-	-	-	-	-
Рынок акций									
Индекс МБ	29.9%	-43.2%	15.2%	8.0%	28.6%	12.3%	-4.7%	25.7%	26.1%
Валютный рынок									
доллар США	25.7%	-5.3%	0.6%	19.3%	-10.9%	21.8%	-6.0%	-16.8%	23.0%
Евро	26.9%	-10.0%	-7.4%	30.9%	-12.7%	16.5%	6.9%	-19.9%	16.6%
бивалютная корзина	26.2%	-7.6%	-3.4%	24.9%	-11.8%	19.2%	0.0%	-18.3%	19.3%
Китайский юань	22.9%	-14.4%	2.2%	27.7%	-12.3%	14.2%	-	-	-
Инфляция (справочно)									
ИПЦ	2.76%	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 01.01.2021/2022г. значения = 100)



Рейтинговые действия

- ✓ Все данные касательно рейтинговых действий охватывают период с 1 января по 30 июня 2023 г. В течение 1 полугодия 2023 г. в отношении Эмитентов на долговом рынке РФ было совершено 199 рейтинговых действий.

Категория рейтинга	АКРА	Эксперт РА	НКР	НРА	ИТОГО
A	9	6	3	1	19
A-	3	9	3		15
A+	11	12	1		24
AA	14	4			18
AA-	6	6	1		13
AA+	2	5	2		9
AAA	20	11	3		34
B	1				1
B-		1			1
B+	1				1
BB	1	4	1		6
BB-	3	4	2	2	11
BB+	6	3		1	10
BBB	3	1	3	2	9
BBB-	1	7	1	1	10
BBB+	5	4	2		11
Снят	2	4	1		7
ИТОГО	88	81	23	7	199
Прогноз по рейтингу					
Стабильный	73	69	18	5	165
Позитивный	5	6	2		13
Негативный	1			1	2
Поставлен на пересмотр	7	2	2	1	12
Отозван	2	4	1		7
Общий итог	88	81	23	7	199

Сектор рейтинга	АКРА	Эксперт РА	НКР	НРА	Общий итог
Автомобили и запчасти	1				1
Банки	16	13	9	1	39
Горнодобыча		2			2
Девелопмент	2	4	1		7
Инфраструктура	1	3			4
Лизинг	7	5		2	14
Машиностроение	3	3	2	1	9
Медицина, здоровье	1				1
Металлургический	5	2	1		8
Недвижимость	2		1	1	4
Нефтегазовый	3	6	1		10
Пищевая промышленность и с/х	3	4		1	8
Прочие	1	3			4
Ритейл	5	2			7
Связь			1		1
Субфед/Муни	30	25			55
Телекоммуникации	1		3		4
Технологии	1	1	1		3
Транспорт	1	2	1		4
Финанс.сервисы	1	3			4
Химпром, минудобрения		2	1	1	4
Электроэнергетика	4	1	1		6
Общий итог	88	81	23	7	199

- ✓ Из них повышено 27 рейтингов (3 - субфедеральные /муниципальные, 24- корпоративные). В июне повышено 8 рейтингов (3 – лизинговые компании, 2 – пищевая промышленность, 2 – НГК, 1 – машиностроение). У 7 эмитентов с начала года рейтинги были отозваны (в июне отозван рейтинг у ЛК Европлан), у 4 – понижены. За 1 полугодие было подтверждено 139 рейтингов, из них 30 в июне (19 - корпоративных, 11 – субфедеральных / муниципальных). С начала года присвоены рейтинги 16 корпоративным эмитентам со «стабильным» прогнозом.

Рейтинговое действие	январ.23	фев.23	мар.23	апр.23	май.23	июн.23	Итого 1 пол 2023
Присвоен			2	4	6	4	16
Подтвержден	8	7	30	20	32	25	122
Подтвержден, прогноз Улучшен				6	3	5	14
Подтвержден, прогноз Ухудшен					3		3
Повышен	1		7	4	2	6	20
Повышен, прогноз Улучшен				1			1
Повышен, прогноз Ухудшен				2	2	2	6
Понижен		1	3				4
Понижен, прогноз Улучшен					2		2
Поставлен на пересмотр, прогноз Не изменен				1		2	3
Поставлен на пересмотр, прогноз Ухудшен				1			1
Отозван			6			1	7
Общий итог	9	8	48	39	50	45	199



- ✓ С начала года прогноз по 17 рейтингам был улучшен, по 10 рейтингам – ухудшен. В июне улучшен прогноз по 5 эмитентам, ухудшен – по двум (Черкизово, Аквилон-Лизинг).

Прогноз по рейтингу	январ.23	февр.23	мар.23	апр.23	май.23	июн.23	Итого 1 пол 2023
Стабильный	9	7	36	33	44	36	165
Позитивный			1	2	3	7	13
Негативный			1		1		2
Прогноз поставлен на пересмотр		1	4	4	2	1	12
Отозван			6			1	7
Общий итог	9	8	48	39	50	45	199

- ✓ Наибольшее количество рейтинговых действий было совершено в отношении эмитентов субфедерального/муниципального секторов (55). В корпоративном секторе преобладали действия по банковским рейтингам (39), при этом, несмотря на отсутствие открытых данных, превалируют рейтинги более качественной категории (2А-3А). Далее широко представлены эмитенты лизингового сектора (14), в отношении которых совершались рейтинговые действия (категория 1А-2В). Также было совершено 10 рейтинговых действий в отношении эмитентов нефтегазового сектора.

Сектор рейтинга	3А	2А-/2А/2А+	А-/А/А+	3В-/3В/3В+	2В-/2В/2В+	В-/В/В+	Снят	Общий итог
Авто автомобили и запчасти		1						1
Банки	11	11	11	3	2		1	39
Горнодобыча	1	1						2
Девелопмент			5		1		1	7
Инфраструктура		3			1			4
Лизинг		3			5		2	14
Машиностроение			2	2	4		1	9
Медицина, здоровье					1			1
Металлургический	3		5					8
Недвижимость				2	2			4
Нефтегазовый	5	1	1	1	1		1	10
Пищевая промышленность и с/х		2		1	2	3		8
Прочие			2	1	1			4
Ритейл		1	4		1		1	7
Связь	1							1
Субфед/Муни	7	15	19	14				55
Телекоммуникации	1	1	1	1				4
Технологии			1		2			3
Транспорт	1	1	2					4
Финанс.сервисы	1			1	2			4
Химпром, минудобры			1	1	2			4
Электроэнергетика	3			3				6
Общий итог	34	40	58	30	27	3	7	199

- ✓ Всего на текущий момент на российском рублевом рынке обращаются 2085 выпусков, не считая ОФЗ и займов иностранных государств (из них 1970 корпоративных на ~17,6 трлн руб. и 115 субфедеральных на ~657,3 млрд руб.). Всего представлено 420 эмитентов, из них 377 корпоративный и 43 субфедеральных/муниципальных.
- ✓ Из представленных на рынке эмитентов: 194 эмитентам присвоены рейтинги высоких категорий (от А- до ААА), 116 эмитентов рейтинги категорий (В- / ВВВ+) одного или нескольких агентств, а 110 не имеют кредитных рейтингов. При наличии рейтингов от двух и более РА учитывается наиболее высокий.
- ✓ Половина эмитентов, не имеющих кредитного рейтинга, относятся к финансовому сектору (исключая банки и лизинговые компании), а также прочим секторам. В подавляющем большинстве данные эмитенты относятся к 4 эшелону, а выпущенными ими облигации - к категории ВДО.

**Уровни
рейтингов по
итомам
пересмотров
в январе-
июне 2023**

Категория рейтинга	Количество
ААА/.../А-	132
ААА	34
АА+	9
АА	18
АА-	13
А+	24
А	19
А-	15
ВВВ+/.../В-	60
ВВВ+	11
ВВВ	9
ВВВ-	10
ВВ+	10
ВВ	6
ВВ-	11
В+	1
В	1
В-	1
Итого	192
Без рейтинга	7
ИТОГО	199



Приложение.

Оценка изменение цен и доходности операций при вложении в ОФЗ по текущим ценам на конец 2 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 30.06.23г			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	0.65	99.323	7.68	0.46	0.50	0.54	0.59	0.63	7.60	7.69	7.78	7.86	7.95
26227	7.40	17.07.24	1.00	99.375	8.19	0.29	0.42	0.55	0.67	0.80	8.19	8.45	8.72	8.98	9.25
26222	7.10	16.10.24	1.25	98.759	8.28	0.46	0.65	0.83	1.02	1.20	8.28	8.66	9.04	9.43	9.82
26234	4.50	16.07.25	1.93	92.489	8.76	1.86	2.22	2.57	2.93	3.29	8.76	9.50	10.24	11.00	11.76
26229	7.15	12.11.25	2.20	96.836	8.83	0.63	1.05	1.46	1.88	2.31	8.83	9.70	10.57	11.46	12.34
26219	7.75	16.09.26	2.84	97.581	8.81	0.34	0.92	1.50	2.09	2.69	8.81	10.01	11.24	12.48	13.74
26226	7.95	07.10.26	2.89	97.518	9.03	0.34	0.93	1.52	2.12	2.72	9.03	10.25	11.50	12.76	14.04
26207	8.15	03.02.27	3.09	97.453	9.19	0.31	0.96	1.61	2.27	2.93	9.19	10.54	11.91	13.30	14.71
26212	7.05	19.01.28	3.82	91.603	9.57	0.83	1.66	2.50	3.34	4.20	9.57	11.31	13.07	14.87	16.71
26232	6.00	06.10.27	3.74	88.207	9.63	1.31	2.10	2.90	3.71	4.53	9.63	11.29	12.98	14.70	16.45
26236	5.70	17.05.28	4.25	84.748	9.93	1.49	2.39	3.31	4.24	5.17	9.93	11.83	13.77	15.73	17.77
26237	6.70	14.03.29	4.66	86.295	10.14	1.07	2.09	3.13	4.18	5.24	10.14	12.29	14.48	16.73	19.03
26224	6.90	23.05.29	4.84	87.180	10.05	0.95	2.00	3.06	4.14	5.23	10.05	12.25	14.51	16.82	19.18
26228	7.65	10.04.30	5.23	88.334	10.31	0.70	1.86	3.03	4.22	5.43	10.31	12.74	15.24	17.80	20.45
26218	8.50	17.09.31	5.82	90.949	10.40	0.40	1.71	3.05	4.41	5.79	10.40	13.17	16.01	18.95	21.98
26235	5.90	12.03.31	5.95	77.729	10.39	1.27	2.61	3.97	5.36	6.77	10.39	13.21	16.16	19.11	22.19
26239	6.90	23.07.31	5.91	82.374	10.41	0.89	2.24	3.61	5.00	6.43	10.41	13.25	16.18	19.19	22.31
26241	9.50	17.11.32	6.27	94.262	10.75	0.20	1.59	3.02	4.47	5.95	10.75	13.70	16.74	19.89	23.14
26221	7.70	23.03.33	6.59	83.244	10.76	0.62	2.12	3.64	5.20	6.79	10.76	13.92	17.19	20.57	24.08
26225	7.25	10.05.34	7.18	78.750	10.87	0.69	2.31	3.97	5.66	7.40	10.86	14.29	17.86	21.55	25.39
26233	6.10	18.07.35	7.68	69.812	10.87	0.93	2.72	4.56	6.44	8.37	10.87	14.66	18.61	22.73	27.03
26240	7.00	30.07.36	7.75	74.263	10.98	0.64	2.45	4.30	6.21	8.16	10.98	14.81	18.81	22.98	27.34
26243	9.80	19.05.38	7.99	96.640	10.51	0.03	1.85	3.71	5.62	7.59	10.51	14.35	18.37	22.58	26.98
26230	7.70	16.03.39	8.30	77.520	10.96	0.38	2.30	4.28	6.32	8.42	10.96	15.04	19.31	23.80	28.50
26238	7.10	15.05.41	8.94	71.234	11.04	0.39	2.44	4.56	6.74	9.00	11.04	15.39	19.96	24.77	29.85



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 +0,25 п.п. до +1,50 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	+0.25	+0.50	+0.75	+1.00	+1.50	+0.25	+0.50	+0.75	+1.00	+1.50
26223	6.50	28.02.24	0.65	99.323	7.68	0.42	0.38	0.34	0.29	0.21	7.52	7.43	7.34	7.26	7.09
26227	7.40	17.07.24	1.00	99.375	8.19	0.16	0.04	-0.09	-0.21	-0.46	7.92	7.66	7.40	7.14	6.63
26222	7.10	16.10.24	1.25	98.759	8.28	0.28	0.10	-0.08	-0.27	-0.62	7.90	7.47	7.14	6.77	6.03
26234	4.50	16.07.25	1.93	92.489	8.76	1.51	1.16	0.81	0.46	-0.22	8.03	7.30	6.59	5.87	4.47
26229	7.15	12.11.25	2.20	96.836	8.83	0.22	-0.19	-0.59	-1.00	-1.79	7.98	7.14	6.32	5.47	3.84
26219	7.75	16.09.26	2.84	97.581	8.81	-0.23	-0.80	-1.37	-1.93	-3.03	7.62	6.44	5.28	4.14	1.90
26226	7.95	07.10.26	2.89	97.518	9.03	-0.24	-0.82	-1.39	-1.96	-3.08	7.82	6.62	5.45	4.29	2.02
26207	8.15	03.02.27	3.09	97.453	9.19	-0.32	-0.96	-1.59	-2.21	-3.44	7.86	6.55	5.27	3.99	1.51
26212	7.05	19.01.28	3.82	91.603	9.57	0.01	-0.80	-1.60	-2.39	-3.95	7.87	6.20	4.56	2.95	-0.18
26232	6.00	06.10.27	3.74	88.207	9.63	0.53	-0.25	-1.02	-1.77	-3.27	8.01	6.40	4.83	3.29	0.28
26236	5.70	17.05.28	4.25	84.748	9.93	0.59	-0.29	-1.17	-2.03	-3.73	8.06	6.24	4.45	2.69	-0.71
26237	6.70	14.03.29	4.66	86.295	10.14	0.06	-0.93	-1.91	-2.88	-4.78	8.04	5.99	3.98	2.02	-1.77
26224	6.90	23.05.29	4.84	87.180	10.05	-0.08	-1.10	-2.11	-3.10	-5.04	7.90	5.80	3.75	1.74	-2.13
26228	7.65	10.04.30	5.23	88.334	10.31	-0.44	-1.56	-2.66	-3.75	-5.87	7.94	5.63	3.39	1.19	-3.03
26218	8.50	17.09.31	5.82	90.949	10.40	-0.89	-2.15	-3.40	-4.62	-7.00	7.72	5.12	2.59	0.13	-4.56
26235	5.90	12.03.31	5.95	77.729	10.39	-0.04	-1.33	-2.61	-3.85	-6.29	7.65	4.99	2.41	-0.10	-4.90
26239	6.90	23.07.31	5.91	82.374	10.41	-0.43	-1.73	-3.01	-4.27	-6.71	7.65	4.98	2.39	-0.13	-4.95
26241	9.50	17.11.32	6.27	94.262	10.75	-1.17	-2.51	-3.83	-5.12	-7.63	7.89	5.13	2.46	-0.14	-5.08
26221	7.70	23.03.33	6.59	83.244	10.76	-0.85	-2.28	-3.69	-5.07	-7.74	7.70	4.75	1.90	-0.86	-6.10
26225	7.25	10.05.34	7.18	78.750	10.87	-0.89	-2.44	-3.96	-5.44	-8.31	7.56	4.38	1.31	-1.64	-7.23
26233	6.10	18.07.35	7.68	69.812	10.87	-0.82	-2.52	-4.19	-5.81	-8.94	7.23	3.74	0.39	-2.83	-8.89
26240	7.00	30.07.36	7.75	74.263	10.98	-1.12	-2.84	-4.51	-6.15	-9.29	7.31	3.80	0.42	-2.81	-8.90
26243	9.80	19.05.38	7.99	96.640	10.51	-1.73	-3.44	-5.11	-6.74	-9.86	6.83	3.31	-0.06	-3.28	-9.33
26230	7.70	16.03.39	8.30	77.520	10.96	-1.49	-3.31	-5.08	-6.79	-10.08	7.07	3.36	-0.19	-3.58	-9.92
26238	7.10	15.05.41	8.94	71.234	11.04	-1.59	-3.51	-5.38	-7.18	-10.63	6.91	2.98	-0.76	-4.31	-10.93

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»



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

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

Многоканальный телефон: +7 (495) 777 29 64

www.region.broker

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

Алексей Астахов	+7 (495) 777-29-64 доб 215	av.astakhov@region.ru
Екатерина Шилиева	+7 (495) 981-62-91	shilyaeva@region.ru
Татьяна Тетёркина	+7 (495) 988-12-23	teterkina@region.ru
Влад Владимировский	+7 (495) 980-24-92	vlad@region.ru

МАКРОЭКОНОМИКА, ОТРАСЛЕВАЯ АНАЛИТИКА

Валерий Вайсберг	+7 (495) 777-29-64 доб.192	vva@region.ru
------------------	----------------------------	--

АНАЛИТИКА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ

Александр Ермак	+7 (495) 777-29-64 доб. 405	aermak@region.ru
Мария Сулима	+7 (495) 777-29-64 доб. 294	sulima@region.ru

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к ООО «БК РЕГИОН» или третьих лиц заключать сделки с какими-либо финансовыми инструментами или как инвестиционные рекомендации, в том числе индивидуальные инвестиционные рекомендации.

Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. ООО «БК РЕГИОН» не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.