

ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Е. М. Попова¹, С. А. Руденко²

Санкт-Петербургский государственный экономический университет, Санкт-Петербург, Россия

¹ e-mail: Popova57@mail.ru

² e-mail: svrud2013@yandex.ru

Аннотация. В настоящее время сложились очень привлекательные на первый взгляд условия для инвестирования в инструменты, номинированные в иностранной валюте. Уже несколько месяцев подряд укрепляется курс рубля, на фондовом рынке регулярно появляются новые валютные облигации, заемщиками являются компании с высоким кредитным рейтингом, доходность в иностранной валюте выглядит вполне достойной, представлен разнообразный выбор валюты номинала. Инвесторы, ставящие задачу диверсификации валютных рисков, получили самые разнообразные инструменты для инвестирования.

В статье рассматриваются возможности диверсификации инвестиционного портфеля с помощью современного финансового рынка. Перечислены такие подходы как: покупка иностранной валюты, открытие депозитов в иностранной валюте, покупка ценных бумаг иностранных эмитентов (сегодня имеет ограниченные возможности), покупка акций компаний-экспортеров, чьи доходы зависят от курса иностранной валюты, покупка облигаций российских эмитентов, номинированных в иностранной валюте. Акцент в статье сделан на последнем способе диверсификации – покупке валютных облигаций.

Сегодня сегмент валютных облигаций не является однородным. На рынке ценных бумаг можно приобрести замещающие облигации, еврооблигации, которые не были замещены эмитентом, локальные облигации, номинированные в иностранной валюте.

Инвесторы приобретают валютные облигации по следующим причинам: они дают возможность диверсифицировать портфель по странам и валютам; позволяют снижать валютные риски инвестиционного портфеля; имеют относительно невысокий порог входа, высокую ликвидность, возможность применять льготу на долгосрочное владение и покупать эти инструменты на ИИС, что как правило дает дополнительную доходность.

В статье поставлены задачи: исследовать сегмент валютных облигаций российских эмитентов, предложить подход к анализу всего сегмента (данный подход не исключает возможность анализировать валютные облигации конкретного эмитента) и проанализировать современное состояние рынка валютных облигаций в разрезе замещающих облигаций и локальных валютных облигаций.

Предложенный подход к оценке инвестиционных качеств валютных облигаций включает исследование кривых доходности и G-спредов. С помощью такого краткого анализа инвестор имеет возможность принять решение о выходе на исследуемый рыночный сегмент. Предполагается, что в дальнейшем инвестору следует обратиться к классическому подходу в анализе инвестиционной привлекательности конкретных эмитентов. В статье исследован рыночный сегмент замещающих и локальных валютных облигаций.

Замещающие облигации выпускаются по российскому праву и обращаются только на территории РФ. Сегодня на Московской бирже торгуется 77 выпусков. Большинство выпусков номинировано в долларах США. По замещающим облигациям на май 2025 года сформирована инвертированная кривая доходности, что является признаком рецессии. Анализ G-спредов показал предпочтительное приобретение сегодня среднесрочных облигаций.

В группе локальных валютных облигаций в статье исследуется сегмент квазивалютных облигаций. Здесь анализ кривой доходности показал более благоприятный вариант, чем в случае с замещающими облигациями, но риски все же присутствуют. Оценка кредитных рисков через G-спреды показала, что на данный момент эти риски минимальны (но и доходность можно трактовать как недостаточную).

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, облигации, валюта, замещающие облигации, квазивалютные облигации, кривые доходности, риск, спред.

Для цитирования: Попова Е. М., Руденко С. А. Валютные облигации на российском рынке ценных бумаг // Интеллект. Инновации. Инвестиции. – 2025. – № 4. – С. 90–101. – <https://doi.org/10.25198/2077-7175-2025-4-90>.



Original article

FOREIGN CURRENCY BONDS ON THE RUSSIAN SECURITIES MARKET

E. M. Popova¹, S. A. Rudenko²

Saint-Petersburg State Economic University, Saint-Petersburg, Russia

¹ e-mail: Popova57@mail.ru

² e-mail: svrud2013@yandex.ru

Abstract. Currently, the conditions for investing in instruments denominated in foreign currency are very attractive at first glance. The exchange rate of the national currency has been strengthening for several months in a row, new foreign currency bonds regularly appear on the stock market, borrowers are companies with high credit ratings, the yield in foreign currency looks quite decent, and there is a diverse selection of nominal currencies. Investors who set the task of diversifying currency risks have received a wide variety of investment tools.

The article discusses the possibilities of diversifying the investment portfolio using the modern financial market. The following approaches are listed: buying foreign currency, opening deposits in foreign currency, buying securities of foreign issuers (currently has limited opportunities), buying shares of exporting companies whose incomes depend on the exchange rate of foreign currency, buying bonds of Russian issuers denominated in foreign currency. The article focuses on the latest method of diversification – the purchase of foreign currency bonds. Today, the segment of foreign currency bonds is not homogeneous. Replacement bonds, Eurobonds that have not been replaced by the issuer, and local bonds denominated in foreign currency can be purchased on the securities market.

Investors purchase foreign currency bonds for the following reasons: they make it possible to diversify the portfolio by country and currency; reduce the currency risks of the investment portfolio; have a relatively low entry threshold, high liquidity, the ability to apply long-term ownership benefits and buy these instruments on the AIS, which usually provides additional returns. The article aims to investigate the segment of foreign currency bonds of Russian issuers, propose an approach to analyzing the entire segment (this approach does not exclude the possibility of analyzing foreign currency bonds of a particular issuer) and analyze the current state of the foreign currency bond market in the context of substitute bonds and local foreign currency bonds.

Exchange. Most issues are denominated in US dollars. For replacement bonds, an inverted yield curve has been formed for May 2025, which is a sign of a recession. The analysis of G–spreads showed the preferred purchase of medium-term bonds today.

In the group of local currency bonds, the article examines the segment of non-foreign currency bonds. Here, the yield curve analysis showed a more favorable option than in the case of replacement bonds, but the risks are still present. An assessment of credit risks through G–spreads has shown that at the moment these risks are minimal (but profitability can also be interpreted as insufficient).

Key words: securities market, bonds, currency, substitute bonds, quasi-currency bonds, yield curves, risk, spread.

Cite as: Popova, E. M., Rudenko, S. A. (2025) [Foreign currency bonds on the Russian securities market]. *Intellekt. Innovacii. Investicii* [Intellect. Innovations. Investments]. Vol. 4, pp. 90–101. – <https://doi.org/10.25198/2077-7175-2025-4-90>.

Введение

Сегодня, в условиях высоких рисков и сниженных возможностей для прогнозирования, становится особенно важным формирование портфеля активов на основе диверсификации. На данный момент, после разрыва связей НРД с Euroclear и Clearstream, стало меньше возможностей диверсифицировать инвестиционный портфель с помощью выхода на рынки зарубежных стран, но остается и развивается направление инвестирования в инструменты, номинированные в иностранной валюте.

До введения санкций, в России валютная диверсификация осуществлялась с помощью следующих

инструментов:

- иностранная валюта (включая депозиты в иностранной валюте);
- ценные бумаги (акции, облигации, паи) иностранных эмитентов;
- акции компаний – экспортеров;
- национальные облигации, номинированные в иностранной валюте.

Сегодня операции с валютой «недружественных» стран значительно усложнены, депозиты в иностранной валюте не приносят достаточной доходности и с минимальным риском можно инвестировать только в иностранную валюту дружественных стран, в ак-

ции компаний, экспортирующих свою продукцию и выигрывающих от роста курса иностранной валюты, в российские облигации, номинал которых выражен в иностранной валюте.

На май 2025 года ситуация на валютном рынке выглядит вполне благоприятной. С января по май 2025 года российский рубль укрепился к доллару США на 38,8%, в результате чего национальная валюта с большим отрывом заняла первое место в мире среди укрепившихся валют (второе место у шведской кроны с укреплением 14,75%, далее идет чешская крона, которая выросла по отношению к доллару США на 11.1%)¹. Ориентируясь на данные статистики, можно сделать вывод о значительной инвестиционной привлекательности российской валюты и о благоприятном моменте для покупки инструментов, номинированных в иностранной валюте. Тем не менее, учитывая непрозрачность формирования валютных курсов в данный период и значительные риски (прежде всего геополитические), необходимо рассмотреть и другие аспекты, формирующие привлекательность валютных инструментов.

Научная гипотеза и метод исследования

Гипотеза исследования состоит в том, что в условиях проинфляционных рисков, высокой ключевой ставки и укрепляющегося на валютном рынке курса рубля, кажется очевидным высокий потенциал вложений в активы, номинированные в иностранной валюте, что и нуждается в подтверждении. В рамках данной статьи поставим задачу оценить инвестиционные качества инструментов, позволяющих проводить валютную диверсификацию активов. Мы сосредоточимся на облигациях, так как приобретение акций иностранных эмитентов на данный момент существенно затруднено и несет в себе значительные неоправданные риски.

В исследовании были использованы количественные методы, метод классификации, группировки, а также эконометрического анализа. Был применен графический метод, данные визуализированы и представлены в виде диаграмм. Подобная методическая база позволила комплексно рассмотреть динамику показателей инвестиционной привлекательности облигаций, номинированных в иностранной валюте.

Результаты исследования

В последний год валютные облигации показали себя привлекательным инструментом и для инвесто-

ров и для эмитентов. Так только за апрель 2025 года российские компании разместили шесть выпусков на сумму 1,5 млрд долларов (в эквиваленте). Месяцем ранее – в марте объем выпуска составил 1,9 млрд долл., а в феврале 2025 г. – 1,1 млрд долл.² Причина интереса к подобным займам – высокая доходность в иностранной валюте и возможность для эмитентов снизить стоимость заимствований.

Вопросы анализа и перспектив применения различных инструментов рынка ценных бумаг в своих научных работах рассматривали следующие авторы: Анненская Н. Е. [2], Солдатова А. О. [10], Рубцов Б. Б. [7], Ермолова Т. В., Абрахимов А. Б. [12], Калинкина К. Е., Семенова Е. В. [3], Яблонская А. Е., Молчанова В. А. [11].

Исследование вопросов привлекательности облигаций, номинированных в иностранной валюте, в том числе в условиях санкционного давления, отражено в работах Поповой Е. М., Абрамяна С. А. [1], Ленкова И. Н. [4], Сафонова Д. Ю. [9], Руденко С. А. [6; 8], Алтман Е. [13; 14], Фабочки Ф. [15].

В литературных источниках, анализирующих вопросы оценки инвестиционных качеств облигаций, наблюдаются различные подходы к выбору показателей и инструментов исследования. Многие авторы выбирают традиционный подход, при котором оцениваются доходность и риск (дисперсия или стандартное отклонение) и предлагают его совершенствовать. По нашему мнению, необходимо исследовать базовые показатели инвестиционной привлекательности в динамике и использовать сравнение полученных результатов с базовыми значениями (в нашем случае, с инструментами, несущими наименьший риск).

Остановимся на основных финансовых инструментах, номинированных в иностранной валюте.

Облигации с номиналом в иностранной валюте

Основными причинами, побуждающими инвесторов приобретать ценные бумаги, номинированные в иностранных валютах, являются:

- возможность диверсифицировать портфель по странам и валютам;
- снижение валютного риска инвестиционного портфеля;
- относительно невысокий порог входа;
- высокая ликвидность большинства инструментов;
- возможность приобретать облигации на ИИС, что позволяет получить дополнительную доходность;

¹ Официальный сайт РБК. – URL: <https://www.rbc.ru/> (дата обращения: 09.05.2025).

² Официальный сайт РБК. – URL: <https://www.rbc.ru/> (дата обращения: 19.05.2025).

– возможность применения льготы на долгосрочное владение (если срок облигации позволяет).

Выделим следующие виды облигаций, позволяющих снизить валютные риски:

- замещающие облигации;
- еврооблигации, эмитенты которых приняли решение осуществлять платежи в рублях через НРД;
- облигации в иностранных валютах (доллары, евро, юани, дирхамы и др.), выпущенные в россий-

ской юрисдикции;

– облигации иностранных эмитентов (могут выпускаться в рублях, но и в этом случае, страновые риски позволяют снижать).

Сосредоточимся на замещающих облигациях и облигациях в иностранных валютах, выпущенных в российской юрисдикции (локальные валютные облигации). Характеристика этих инструментов представлена в таблице 1.

Таблица 1. Характеристика облигаций, номинированных в иностранной валюте (2025 год)

Вид облигаций	Определение	Цель выпуска	Особенности облигаций	Регулирующее законодательство
Замещающие облигации	замещающие облигации – это облигации, выпущенные взамен заблокированных еврооблигаций	восстановление доступа инвесторов к активам. Возможность осуществлять платежи по еврооблигациям	– номинал, срок обращения и периодичность выплат соответствуют замещенным еврооблигациям; – номинал может быть выражен в иностранной валюте и в рублях; – выплаты производятся в рублях по курсу ЦБ РФ	– Указ Президента от 05.07.2022 № 430 – Указ Президента от 22.05.2023 № 364 – Закон от 14.07.2022 года № 292-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ»
Локальные валютные облигации	локальные валютные облигации – это облигации российских компаний или Минфина, номинал которых выражен в иностранной валюте	повышение привлекательности для инвесторов, которые имеют возможность получать доход, привязанный к курсу иностранной валюты. Возможность для эмитентов снизить стоимость заимствований	– выплаты производятся в рублях по курсу ЦБ РФ (в единичных случаях по валютным облигациям возможны выплаты в иностранной валюте); – облигации выпускаются в различных валютах (доллары, евро, юани, дирхамы), что позволяет эффективно диверсифицировать инвестиционный портфель	регулируются общим законодательством. Прежде всего ФЗ от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ № О рынке ценных бумаг»

Источник: выполнено на основе Федерального закона «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1992³ и Федерального закона «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации, признании утратившим силу абзаца шестого части первой статьи 7 Закона Российской Федерации «О государственной тайне», приостановлении действия отдельных положений законодательных актов Российской Федерации и об установлении особенностей регулирования корпоративных отношений в 2022 и 2023 годах» от 14.07.2022⁴

Замещающие облигации

Замещающие облигации выпускаются по российскому праву и обращаются только на территории РФ. Появление нового типа облигаций связано с тем, что после введения экономических санкций, российские эмитенты еврооблигаций не имели технической возможности осуществлять платежи по выпущенным

ценным бумагам. Таким образом, этот тип облигаций прекратит свое существование после истечения сроков выпущенных ранее еврооблигаций. Тем не менее на данный момент рынок замещающих облигаций обширен и предоставляет большие возможности для снижения валютных рисков портфеля.

Сегодня на Московской бирже зарегистрировано

³ Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1992 39-ФЗ. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/ (дата обращения: 10.05.2025).

⁴ Федеральный закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации, признании утратившим силу абзаца шестого части первой статьи 7 Закона Российской Федерации «О государственной тайне», приостановлении действия отдельных положений законодательных актов Российской Федерации и об установлении особенностей регулирования корпоративных отношений в 2022 и 2023 годах» от 14.07.2022 N 292-ФЗ. – URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/404893267/> (дата обращения: 10.05.2025).

77 выпусков замещающих облигаций (без учета погашенных выпусков), эмитированных 21 компанией. На рисунке 1 перечислены эмитенты, замещающие облигации которых в 2025 году обращаются на Московской

Бирже. Значимая часть эмитентов имеет по одному выпуску (ФосАгро, Алроса и т. д.). Чемпионом по количеству выпусков традиционно остается ПАО «Газпром» (16 выпусков замещающих облигаций).

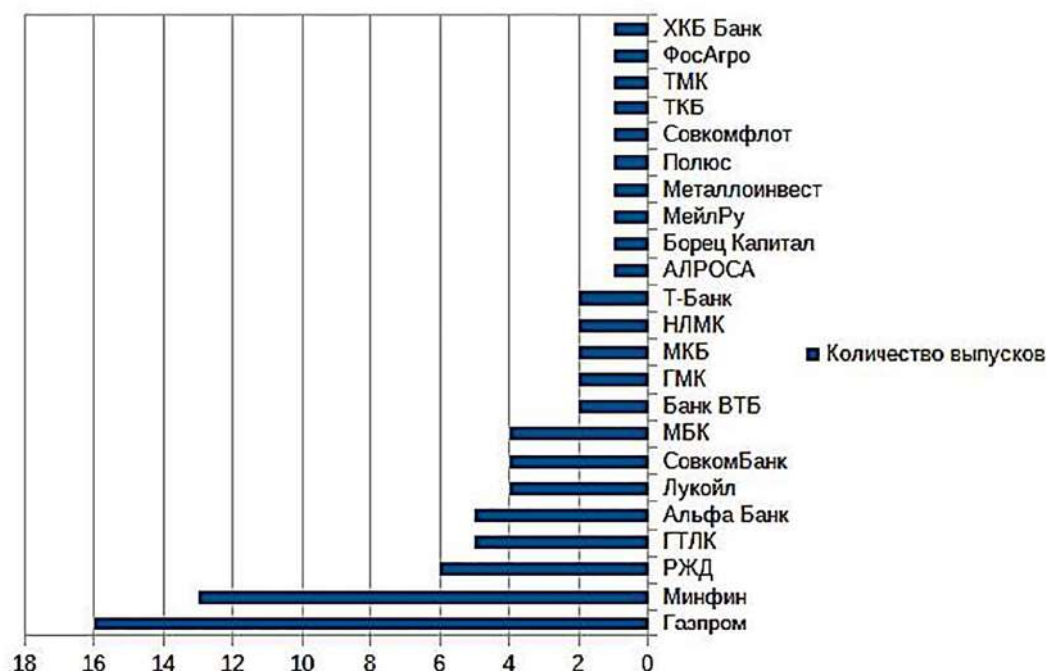


Рисунок 1. Количество выпусков эмитентов замещающих облигаций в штуках (2025 г.)

Источник: данные взяты с официального сайта Московской Биржи⁵

Распределение выпусков замещающих облигаций по валюте номинала выглядит следующим образом, показанном на рисунке 2. Из рисунка видно, что замещающие облигации дают возможность диверсифицировать инвестиционный портфель с использованием трех иностранных валют (доллар, евро, швейцарский франк). Преимущественно рассматриваемые облигации выпускались в долларах США.

С целью оценки инвестиционных качеств замещающих облигаций, рассмотрим взаимосвязь важнейших инвестиционных характеристик облигаций: дюрации и доходности. Построим кривую доходности по основным выпускам замещающих облигаций. Из данных нами удалены экстремальные значения, как не отражающие картину в целом и объясняющиеся сложившейся ситуацией единичных эмитентов. Также удалены выпуски «замещаек» в рублях, так как исследование имеет цель изучения инвестиционных качеств валютных облигаций. Зависимость доходности от дюрации показана на рисунке 3.

На рисунке для большей наглядности нами по-

строена линия тренда, но и без нее можно видеть, что к маю 2025 года замещающие облигации сформировали кривую доходности, близкую к нормальной. Есть некоторое отклонение кривой благодаря нескольким исключениям, которые и сформировали «горб» – точки на графике, расположенные значительно выше линии тренда. Это облигации с дюрацией ниже 1500 дней, среди них замещающая облигация ГТЛК 3028Д (облигация Государственной транспортной лизинговой компании), позволяющая получить доходность 8,42% (максимальное значение в нашей выборке). В классической трактовке «горб» на кривой доходности говорит о возможной нестабильности на рынке в будущем, но мы делаем поправку на незначительное количество (пять штук) облигаций, которые выбиваются из картины «нормальной» кривой.

Таким образом, не смотря на исключения, мы можем сделать вывод, что в секторе замещающих облигаций сложилось нормальное соотношение доходности и дюрации, что, как правило, говорит о стабильной ситуации на рынке.

⁵ Официальный сайт Московской Биржи. – URL: <https://www.moex.com/> (дата обращения: 18.04.2025).

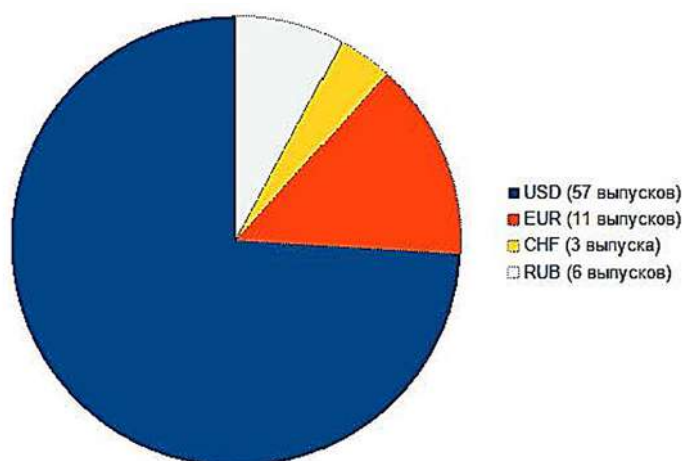


Рисунок 2. Распределение выпусков замещающих облигаций по валютам номинала
Источник: взято с официального сайта Московской Биржи⁵

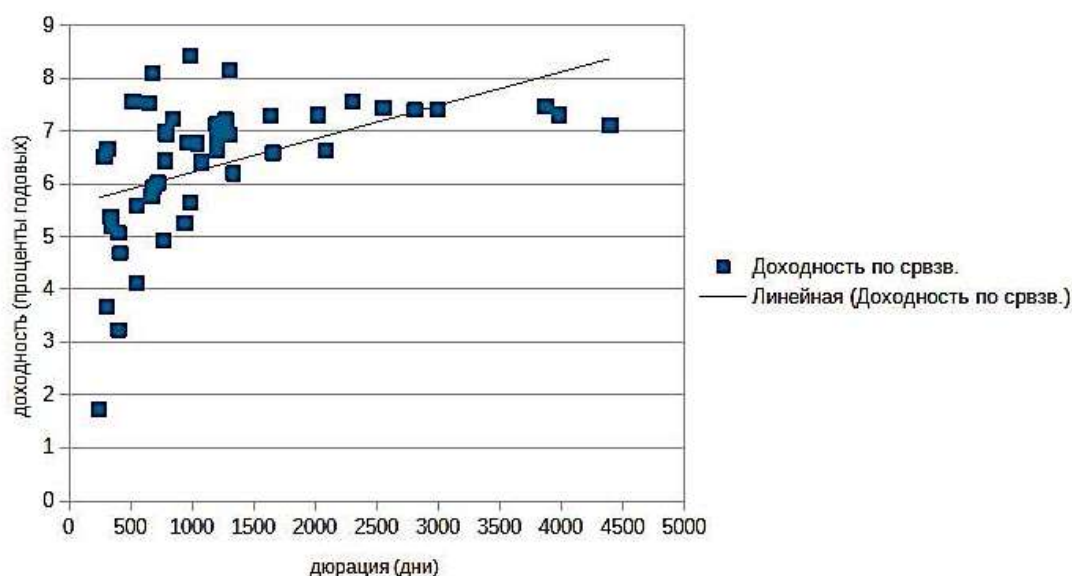


Рисунок 3. Кривая доходности замещающих облигаций (2025 г.)
Источник: данные взяты с официального сайта Московской Биржи⁵

Оценивая уровень риска по замещающим облигациям, будем использовать два показателя:

1. Процентный риск. Он является важнейшим риском инвестирования в облигации. Сегодня он связан, прежде всего, с изменением ключевой ставки ЦБ. По движению ключевой ставки существует множество прогнозов. По нашему мнению, в течение 2025 года ставка не будет повышаться, что стало бы благоприятным фактором для облигаций.

2. Кредитный риск. По нашему мнению, наиболее удобным показателем оценки кредитного риска являются G-спреды.

Для оценки кредитного риска замещающих облигаций оценим G-спред, который представляет собой превышение доходности корпоративных облигаций над доходностью безрисковых инструментов с фиксированной доходностью. В нашем случае сравним доходность корпоративных замещающих облигаций

с доходностью замещающих облигаций Минфина.

Заметим, что рублевая кривая бескупонной доходности на момент написания статьи сформировалась как инвертированная, что является одним из признаков надвигающейся рецессии. Оценим кривую доходности облигаций с долларовой доходностью. В качестве безрисковых инструментов выберем замещающие облигации Минфина и используем полученные результаты для оценки уровня кредитного риска и за-

мещающих корпоративных облигаций и валютных облигаций российских эмитентов. Для построения кривой долларовой доходности нами отобраны следующие облигации Министерства финансов Российской Федерации, показанные в таблице 2.

Для сравнения и последующей оценки кредитного риска в корпоративном сегменте замещающих облигаций подберем облигации с близким сроком до погашения.

Таблица 2. Выборка замещающих облигаций Минфина для расчета G-спредов

Инструмент	Наименование облигации	Валюта номинала	Дата погашения	Дюрация (дни)	Доходность (% годовых)
RU000A105A95	ГазКЗ-34Д	USD	28.04.34	2307	7,87
RU000A105RH2	ГазКЗ-37Д	USD	16.08.37	3000	7,7
RU000A107EL8	НЛМКЗО26-Д	USD	30.05.26	402	6
RU000A108TV3	АЛРОСЗ027Д	USD	25.06.27	777	7,25
RU000A107CX7	ГТЛК ЗО28Д	USD	26.02.28	985	9,33

Источник: данные взяты с официального сайта Московской Биржи⁵

В связи с относительно небольшим количеством пять инструментов, показанных в таблице 3. выпусков замещающих облигаций удалось подобрать

Таблица 3. Корпоративные замещающие облигации, номинированные в долларах США (2025 г.)

Инструмент	Наименование облигации	Валюта номинала	Дата погашения	Дюрация (дни)	Доходность (% годовых)
RU000A10A7Y8	РФ ЗО 35 Д	USD	28.03.35	2811	7,66
RU000A10A802	РФ ЗО 42 Д	USD	04.04.42	3882	7,28
RU000A10A810	РФ ЗО 26 Д	USD	27.05.26	399	5,95
RU000A10A844	РФ ЗО 47 Д	USD	23.06.47	4383	7,69
RU000A10A851	РФ ЗО 27 Д	USD	23.06.27	766	5,98
RU000A10A869	РФ ЗО 28 Д	USD	24.06.28	984	6,47

Источник: данные взяты с официального сайта Московской Биржи⁵

Построим точечный график на рисунке 4, характеризующий зависимость доходности облигаций от их срока. Построенный график ожидаемо показывает превышение доходности корпоративных замещающих облигаций над доходностью аналогичных по срокам государственных замещающих облигаций

Из графика видно, что наибольший G-спред характерен для среднесрочных инструментов (около 3 лет). Краткосрочные и долгосрочные облигации на данный

момент имеют небольшой уровень кредитного риска.

Если инвестор ставит своей целью избегание риска, то из проведенного анализа можно сделать следующий вывод: используя выбранный инструментальный исследования, на данный момент оказались наиболее привлекательны краткосрочные и долгосрочные замещающие облигации. Если же цель инвестора получение максимального дохода – стоит обратить внимание на среднесрочные облигации.

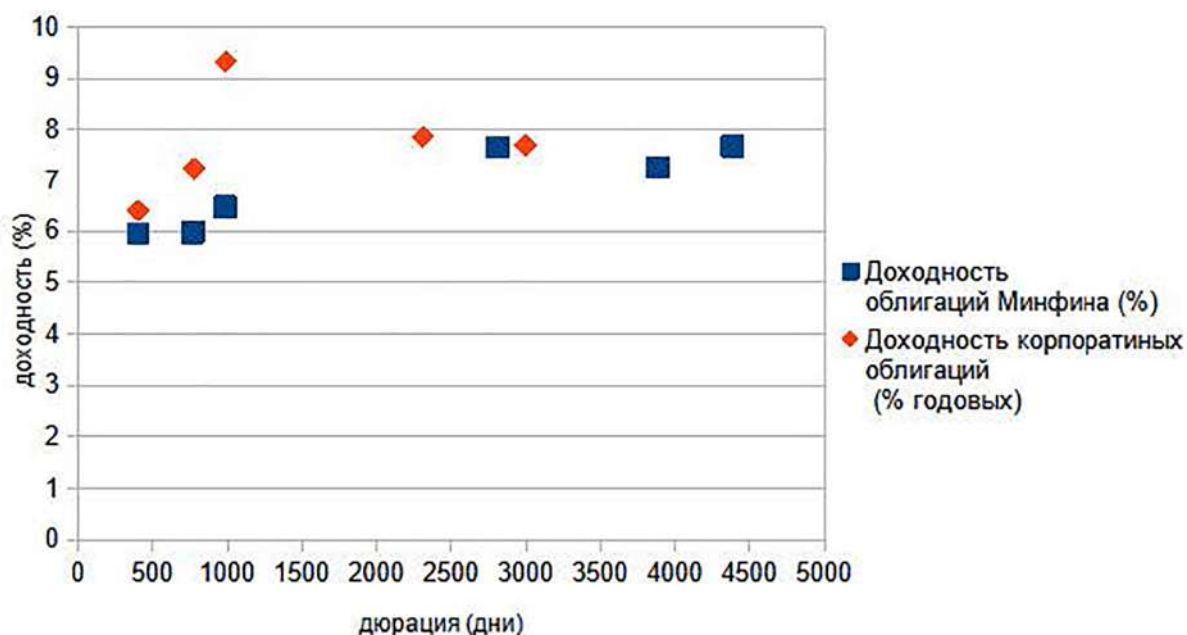


Рисунок 4. Оценка G-спреда между замещающими корпоративными и государственными облигациями
 Источник: данные взяты с официального сайта Московской Биржи⁵

Локальные валютные облигации

Локальные валютные облигации для целей статьи разделим на две группы:

1. Валютные облигации, имеющие номинальную стоимость в иностранной валюте, предусматривающие выплаты в этой же валюте.
2. Квизивалютные облигации, имеющие номинал в иностранной валюте, но предусматривающие расчеты в рублях.

Исследуя валютные облигации из первой группы, отметим, что выплаты в иностранной валюте осуществляются, прежде всего, по облигациям в юанях. Это очень ограниченный набор инструментов, по которым периодически эмитент в одностороннем порядке меняет валюту расчетов с юаней на рубли. Так, 17.09.2024 «Славянск ЭКО» объявил о выплате доходов в рублях по юаневым облигациям выпуска 001P-03Y, расчеты по которому согласно эмиссионным документам должны были производиться в юанях. С теми же проблемами столкнулись владельцы облигаций МФК «Быстроденьги» (облигация 002P-01) и Совкомфлот (облигация 00P-01). Подобная вольная трактовка эмитентами эмиссионных документов серьезно нарушает права инвесторов и снижает качество валютной диверсификации. По поводу ситуации с облигациями «Славянск ЭКО» Московская биржа обратилась в ЦБ РФ с требованием урегулировать ситуацию. Подробно материал об

оценке инвестиционных качеств юаневых облигаций изложен в статье «Облигации российских компаний в юанях: новые возможности для инвестирования» [8]. Общий вывод исследования – инвестиции в эти облигации не всегда являются оправданными, а новая практика осуществления расчетов не добавляет привлекательности этому инструменту.

Второй тип облигаций имеет меньшую (по сравнению с классическими валютными облигациями) ценность при осуществлении валютной диверсификации, так как выплаты осуществляются в рублях в строго установленные даты по курсу ЦБ РФ, сложившемуся на этот момент, и инвестор не имеет возможности реализовать собственную стратегию по получению прибыли от изменения валютных курсов.

Сосредоточимся на наиболее массовом сегменте валютных облигаций – облигациях, номинированных в иностранной валюте с расчетами в рублях (квизивалютные облигации).

Как и в случае с замещающими облигациями, построим кривую доходности этих облигаций на рисунке 5. Мы видим похожую картину – сформировалась горбатая кривая. В этом случае прогнозы благоприятнее, чем если бы мы получили инвертированную кривую доходности, но ситуация все же сопряжена со значительным риском.

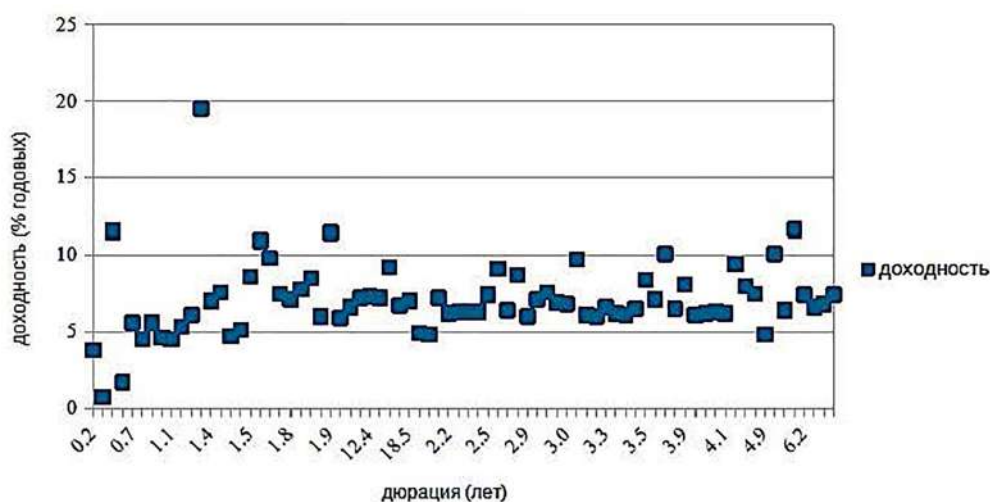


Рисунок 5. Кривая доходности квазивалютных облигаций (2025 г.)
 Источник: данные взяты с официального сайта Московской Биржи⁵

Для оценки кредитного риска на рисунке 6 также построим G-спред.

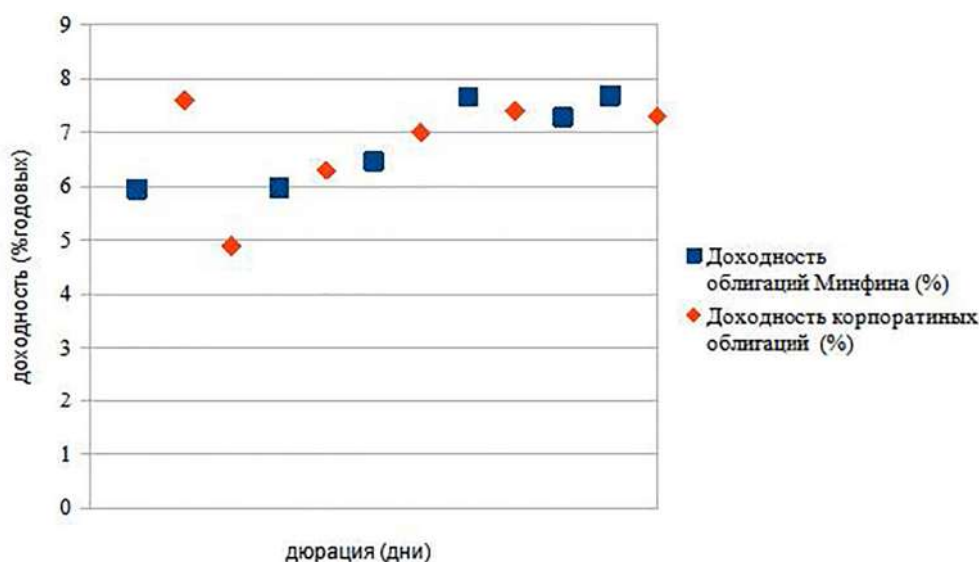


Рисунок 6. Оценка G-спреда между квазивалютными корпоративными облигациями и государственными валютными облигациями

Источник: данные взяты с официального сайта РБК⁶

Из рисунка видно, что на данный момент кредитный риск минимален. Облигации ПАО «Лукойл» (Лукойл 27) имеют доходность (4,9% годовых) даже ниже доходности государственных инструментов. Таким образом, G-спред квазивалютных облигаций отражает минимальный уровень риска даже по срав-

нению с риском замещающих облигаций.

Заключение

В рамках статьи авторами использовался ограниченный набор инструментов исследования, возможность применения которых была показана на базе

⁶ Официальный сайт РБК. – URL: <https://www.rbc.ru/> (дата обращения: 19.04.2025).

данных российского фондового рынка. Полноценный анализ (обычно с целью предоставления инвестиционных рекомендаций) включает более обширный набор методов и подходов к анализу и прогнозированию, однако таких целей в статье не ставилось. Проведенный анализ показал, что кривые доходности рассмотренных инструментов сигнализируют о высокой неопределенности рынка и, прежде всего, о неопределенности ожиданий участников рынка. Кредитные риски замещающих и локальных валютных облигаций низкие, что можно объяснить высоким качеством эмитентов, большинство которых являются крупными компаниями с высоким инвестиционным рейтингом. В целом, анализ показывает, что к маю 2025 года сложилась благоприятная ситуация для инвестирования в облигации, номинированные в валюте. На данный момент с задачей снижения

валютного риска облигации справляются, не принося в портфель инвестора дополнительный риск. Общерыночный (систематический) риск, связанный с неопределенностью рыночной ситуации в целом, характерен для всего финансового рынка и на данный момент избежать или сократить его не представляется возможным.

Проведенное исследование позволяет обобщить теоретический и практический опыт оценки инвестиционных качеств инструментов с фиксированной доходностью на примере валютных облигаций. Для анализа были использованы методы, позволяющие выявить сформировавшиеся тенденции в части доходности и риска выбранного сегмента фондового рынка. Вместе с тем анализ позволяет сделать выводы и в отношении отдельных инструментов (здесь – валютных облигаций).

Литература

1. Абрамян С. А., Попова Е. М. Прецедент появления замещающих облигаций: крайняя мера или новый финансовый инструмент // С. А. Абрамян [и др.] Финансовый рынок в условиях структурной трансформации экономики: монография. – СПб.: изд-во СПбГЭУ. – 2023. – С. 80–86.
2. Анненская Н. Е. Влияние секьюритизации и дезинтермедиации на трансформацию институтов фондового рынка // Финансы, деньги, инвестиции. – 2024. – № 1 (89). – С. 11–16. – EDN: MDUVRZ.
3. Калинкина К. Е., Семенкова Е. В. Актуальные аспекты анализа российского рынка облигаций // Финансы, деньги, инвестиции. – 2024. – № 3 (91). – С. 37–42. – EDN: ZAJHEQ.
4. Ленков И. Н. Роль замещающих облигаций в условиях санкционных ограничений // Сберегательное дело за рубежом. – 2023. – № 2. – С. 56–64. – https://doi.org/10.36992/2782-5949_2023_2_56. – EDN: MKAEGK.
5. Попова Е. М., Абрамян С. А. Особенности инвестирования на рынке государственных заимствований // Банковское дело. – 2024. – № 10. – С. 72–76. – EDN: CBFQCK.
6. Попова Е. М., Руденко С. А. Инвестиционная активность частного инвестора: риски и стимулы // Банковские услуги. – 2021. – № 6. – С. 26–33. – https://doi.org/10.36992/2075-1915_2021_6_26. – EDN: RWQKJJ.
7. Рубцов Б. Б. Перспективы привлечения иностранного капитала на российский фондовый рынок в условиях санкций // Банковские услуги. – 2024. – № 10. – С. 14–22. – https://doi.org/10.36992/2075-1915_2024_10_14. – EDN: BJQXCB.
8. Руденко С. А. Облигации российских компаний в юанях – новые возможности для инвестирования // Финансовый бизнес. – 2022. – № 11 (233). – С. 180–183. – EDN: HEDCQT.
9. Сафонов Д. Ю. Проблематика оценки доходности к погашению валютных облигаций российских эмитентов в современных экономических условиях с использованием модели Нильсена-Сигеля на примере суверенных облигаций РФ в долларах США // Финансовая экономика. – 2024. – № 10. – С. 156–159. – EDN: REOIYA.
10. Солдатова А. О. Оценка эффективности стратегии «всепогодного» портфеля для пассивного инвестирования // Сберегательное дело за рубежом. – 2022. – № 3. – С. 47–57. – EDN: LKTQPF.
11. Яблонская А. Е., Молчанова В. А., Третьякова И. Н. Актуальные тенденции сбережений домашних хозяйств // Финансы, деньги, инвестиции. – 2025. – № 1 (93). – С. 27–35. – https://doi.org/10.36992/2222-0917_2025_1_27. – EDN: QPCAUK.
12. Abrakhimov A. B., Ermolova T. V. Replacement bonds are a new currency instrument on the Moscow stock exchange // Управление социально-экономическим развитием регионов: проблемы и пути их решения. Сборник научных статей 14-й международной научно-практической конференции. Курск.: изд-во ЗАО «Университетская книга». – 2024. – С. 10–16. – EDN: FKKYQY.
13. Altman E. I., Nammacher S. A. (1987) Investing in Junk Bonds: Inside the High Yield Debt Market. – New York : BeardBooks. . – pp. 280. (In Eng.).
14. Altman E. I., Rijken H. A. (2004) How Rating Agencies Achieve Rating Stability. *Journal of Banking & Finance*. – Vol. 28. No. 11, – pp. 2679–2714. (In Eng.).

15. Fabozzi F. J. (2021) *The Handbook of Fixed Income Securities*. – New York: McGraw-Hill Education. – pp. 354–373. (In Eng.).

References

1. Abramyan, S. A., Popova, E. M. (2023) *Finansovyj rynok v usloviyah strukturnoj transformacii ekonomiki* [The financial market in the context of the structural transformation of the economy]. St. Petersburg: St. Petersburg State University Publishing House, 193 p.
2. Annenskaya, N. E. (2024) [The impact of securitization and disintermediation on the transformation of stock market institutions]. *Finansy, den'gi, investitsii* [Finance, money, investments]. Vol. 1 (89), pp. 11–16. (In Russ.).
3. Kalinkina, K. E., Semenkova, E. V. (2024) [Current aspects of the analysis of the Russian bond market]. *Finansy, den'gi, investitsii* [Finance, money, investments]. Vol. 3 (91), pp. 37–42. (In Russ.).
4. Lenkov, I. N. (2023) [The role of substitute bonds in the context of sanctions restrictions]. *Sberegatel'noye delo za rubezhom* [Savings business abroad]. Vol. 2, pp. 56–64. (In Russ.).
5. Popova, E. M., Abramyan, S. A. (2024) [Features of investing in the government borrowing market]. *Bankovskoye delo* [Banking]. Vol. 10, pp. 72–76. (In Russ.).
6. Popova, E. M., Rudenko, S. A. (2021) [Investment activity of a private investor: risks and incentives]. *Bankovskie uslugi* [Banking services]. Vol. 6, pp. 26–33. – https://doi.org/10.36992/2075-1915_2021_6_26. (In Russ.).
7. Rubcov, B. B. (2024) [Prospects for attracting foreign capital to the Russian stock market in the face of sanctions]. *Bankovskie uslugi* [Banking services]. Vol. 10, pp. 14–21. – https://doi.org/10.36992/2075-1915_2024_10_14. (In Russ.).
8. Rudenko, S. A. (2022) [Bonds of Russian companies in yuan – new investment opportunities]. *Finansovyy biznes* [Financial business]. Vol. 11 (233), pp. 180–183. (In Russ.).
9. Safonov, D. Yu. (2024) [The problem of assessing the yield to maturity of foreign currency bonds of Russian issuers in modern economic conditions using the Nielsen-Siegel model on the example of sovereign bonds of the Russian Federation in US dollars]. *Finansovaya ekonomika* [Financial economics]. Vol. 10, pp. 156–159. (In Russ.).
10. Soldatova, A. O. (2022) [Evaluating the effectiveness of an all-weather portfolio strategy for passive investment]. *Sberegatel'noye delo za rubezhom* [Savings business abroad]. Vol. 3, pp. 47–57. (In Russ.).
11. Yablonskaya, A. E., Molchanova, V. A., Tret'yakova, I. N. (2025) [Current trends in household savings]. *Finansy, den'gi, investitsii* [Finance, money, investments]. Vol. 1 (93), pp. 27–35. – https://doi.org/10.36992/2222-0917_2025_1_27. (In Russ.).
12. Abrakhimov, A. B., Ermolova, T. V. (2024) [Replacement bonds are a new currency instrument on the Moscow stock exchange]. *Upravlenie social'no-ekonomicheskim razvitiem regionov: problemy i puti iz resheniya. Sbornik nauchnyh statej XIV mezhdunarodnoj nauch.-prakt. Konfi.* [Managing the socio-economic development of regions: problems and solutions. Collection of scientific articles of the 14th International Scientific and Practical conf.]. Kursk.: publishing house of CJSC «University Book», pp. 10–16. (In Eng.).
13. Altman, E. I., Nammacher, S. A. (1987) *Investing in Junk Bonds: Inside the High Yield Debt Market*. New York : BeardBooks, pp. 280. (In Eng.).
14. Altman, E. I., Rijken, H. A. (2004) *How Rating Agencies Achieve Rating Stability*. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 28, No. 11, pp. 2679–2714. (In Eng.).
15. Fabozzi, F. J. (2021) *The Handbook of Fixed Income Securities*. New York: McGraw-Hill Education, pp. 354–373. (In Eng.).

Информация об авторах:

Екатерина Михайловна Попова, доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры банков, финансовых рынков и страхования, Санкт-Петербургский государственный экономический университет, Санкт-Петербург, Россия

ORCID ID: 0000-0003-4771-920X

e-mail: Popova57@mail.ru

Светлана Анатольевна Руденко, кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры банков, финансовых рынков и страхования, Санкт-Петербургский государственный экономический университет, Санкт-Петербург, Россия

ORCID iD: 0000-0002-1402-7672

e-mail: svrud2013@yandex.ru

Вклад соавторов:

Попова Е. М. – 50%;

Руденко С. А. – 50%.

Конфликт интересов отсутствует.

Статья поступила в редакцию: 14.05.2025; принята в печать: 01.07.2025.

Авторы прочитали и одобрил окончательный вариант рукописи.

Information about the authors:

Ekaterina Mikhailovna Popova, Doctor of Economics, Professor, Professor of the Department of Banks, Financial Markets and Insurance, Saint-Petersburg State Economic University, Saint-Petersburg, Russia

ORCID iD: 0000-0003-4771-920X

e-mail: Popova57@mail.ru

Svetlana Anatolyevna Rudenko, Candidate of Economical Sciences, Associate Professor, Associate Professor of the Department of Banks, Financial Markets and Insurance, Saint-Petersburg State Economic University, Saint-Petersburg, Russia

ORCID iD: 0000-0002-1402-7672

e-mail: svrud2013@yandex.ru

Contribution of the authors:

Popova E. M. – 50%;

Rudenko S. A. – 50%.

There is no conflict of interest.

The paper was submitted: 14.05.2025.

Accepted for publication: 01.07.2025.

The authors have read and approved the final manuscript.