



Банк России



2023 ГОД

ОБЗОР ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Аналитический материал

Москва
2024

ОГЛАВЛЕНИЕ

Выводы	2
1. Рост экономики и ускорение инфляции.....	3
2. Валютный рынок адаптируется к новым условиям.....	4
3. Облигации с защитой от инфляции: рост реальной доходности.....	8
4. Корпоративные облигации. Флоатеры – новый тренд?	12
4.1. Облигации в юанях	15
<i>Врезка. Высокодоходные облигации: рекордный объем первичных размещений.....</i>	<i>16</i>
4.2. Корпоративные флоатеры.....	18
5. Замещающие облигации: локальная альтернатива еврооблигациям	21
5.1. Замещающие госбумаги.....	22
6. Рынок акций: возвращение первичных размещений	24
7. Рост активности в акциях второго и третьего эшелонов	27
Список сокращений.....	31

Материал подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования.

Авторы: А. Морозов, В. Азарина, А. Ахметов, А. Васютина, Т. Кузьмина, О. Мухаметов, А. Поршаков, Д. Чернядьев.

Настоящий обзор отражает личную позицию авторов. Содержание и результаты обзора не следует рассматривать, в том числе цитировать в каких-либо изданиях, как официальную позицию Банка России или указание на официальную политику или решения регулятора. Любые ошибки в данном материале являются исключительно авторскими.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2024

ВЫВОДЫ

- В течение 2023 г. валютный рынок продолжал адаптироваться к новой структуре экономики и экспортно-импортных потоков в условиях санкций. Доля юаня в оборотах биржевого рынка выросла и превысила доли валют недружественных стран.
- Активность физических лиц, в том числе начинающих инвесторов, на валютном рынке снизилась, а их поведение носило контрциклический характер.
- Вмененная инфляция, заложенная в цены ОФЗ-ИН, стала расти начиная с июня, затем несколько снизилась, реагируя на ужесточение ДКП Банком России. Реальные доходности стали увеличиваться в III квартале. Такая динамика отражает ожидания, что денежно-кредитная политика будет оставаться жесткой на протяжении более длительного периода, нежели предполагалось ранее.
- Российский облигационный рынок продемонстрировал уверенный рост по итогам 2023 года. Объем рынка (то есть объем облигаций в номинальном выражении, находящихся на хранении в российских депозитариях) увеличился на 17%, достигнув 50 трлн рублей. В отличие от предыдущих лет, увеличение объемов коснулось всех рейтинговых категорий. Повышение Банком России ключевой ставки усилило интерес к облигациям с плавающим купоном со стороны инвесторов, что в свою очередь привело к заметному росту этого сегмента рынка корпоративных облигаций.
- Облигации в юанях пока не получили широкого распространения на российском рынке. Ограниченная свободная ликвидность в юанях у банков, более высокие доходности замещающих облигаций и необходимость повышать доходность размещаемых выпусков стали сдерживать потенциальный интерес к подобным размещениям как у инвесторов, так и у эмитентов.
- В 2023 г. рынок IPO активизировался после затишья в 2022 году. При этом средний объем привлеченных средств был существенно ниже, чем в среднем в 2020–2021 гг., что связано с изменением структуры инвесторов в пользу резидентов.
- Условия, сложившиеся в экономике в 2023 г., способствовали росту объемов сделок физических лиц с акциями второго и третьего уровней листинга при повышении ценовой волатильности этих инструментов.

1. РОСТ ЭКОНОМИКИ И УСКОРЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ

Российская экономика росла на протяжении 2023 г. по мере подстройки к изменившимся в 2022 г. внешним условиям. Основным драйвером роста стал внутренний спрос – потребительский, инвестиционный и государственный. Внешний спрос снизился на фоне действия санкционных ограничений. Сделка ОПЕК+ позволила сбалансировать спрос и предложение на мировом рынке нефти.

Расширение совокупного спроса опережало возможности наращивания предложения, что привело к росту инфляционного давления, который в значительной степени определялся устойчивыми факторами. В начале 2023 г. месячный рост цен был близок к 4% в годовом выражении, а его устойчивые компоненты находились немного ниже. Действие дезинфляционных эффектов укрепления рубля и хорошего урожая 2022 г. постепенно исчерпалось в первой половине 2023 года. На этом фоне продолжавшееся расширение спроса, подпитываемое уверенным ростом трудовых доходов в условиях жесткости на рынке труда и улучшением потребительских настроений, привело к значительному ускорению роста цен и увеличению инфляционных ожиданий во втором полугодии.

Одним из факторов ускорения роста цен в этот период стало ослабление рубля. Оно в целом отразило тенденции в экономике. Ограниченный внешний спрос и снижение цен на основные экспортные товары привели к сокращению экспорта в 2023 году. При этом растущий внутренний спрос и расшивка многих транспортных и логистических ограничений, возникших в 2022 г., способствовали росту импорта.

В конце июля Банк России начал ужесточать ДКП для нейтрализации возросших проинфляционных рисков. К концу года ключевая ставка выросла до 16,0 с 7,5% годовых в начале года. Решения по денежно-кредитной политике действуют на экономику и инфляцию со значительным временным лагом. С учетом серьезного отклонения российской экономики вверх от траектории сбалансированного роста снижение инфляции до 4% и ее стабилизация вблизи этого уровня потребуют поддержания жестких денежно-кредитных условий в экономике в течение продолжительного периода. Динамика инфляции, решения Банка России по ДКП и сопутствующая им официальная коммуникация во многом определяли динамику российского долгового рынка с учетом значительно снизившегося влияния со стороны ситуации на мировых финансовых рынках.

2. ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК АДАПТИРУЕТСЯ К НОВЫМ УСЛОВИЯМ

- Доля валютной пары CNY/RUB в биржевых оборотах достигла 40% и впервые превысила долю валютной пары USD/RUB.
- Экспортеры и их дочерние банки формируют значительный объем предложения юаней, в то время как банки, действующие в интересах импортеров, предъявляют повышенный спрос не только на юани, но и на доллары США.
- Сделки банков на биржевом валютном рынке в основном заключаются в интересах клиентов и перекрываются сделками на внебиржевом рынке. Объем операций банков в собственных интересах несущественный.
- Снижение поступления экспортной выручки в середине года привело к ослаблению рубля, однако к концу года курс стабилизировался в результате экономических факторов и административных мер.
- Активность физических лиц, в том числе начинающих инвесторов, на валютном рынке снизилась, а их поведение носило контрциклический характер.

В течение 2023 г. валютный рынок продолжал адаптироваться к новой структуре экономики и экспортно-импортных потоков в условиях санкций. Доля юаня в оборотах на биржевом рынке выросла и превысила доли валют недружественных стран. Ключевыми поставщиками ликвидности на биржевом валютном рынке выступали экспортеры и действующие в их интересах банки, которые продавали преимущественно юани и евро. При этом банки, действующие в интересах импортеров, и физические лица предъявляли спрос не только на юани, но и на доллары США и евро. Возникший дисбаланс устранялся при помощи трансграничных арбитражных операций.

Рост объема торгов на валютном рынке происходил в условиях ослабления рубля и увеличения концентрации. Обороты по сделкам спот на биржевом валютном рынке в течение года росли и превысили уровни, которые наблюдались до 2022 г. (рис. 1). В частности, в декабре 2023 г. обороты на Московской Бирже по сделкам покупки и продажи валюты достигли 22 трлн руб. (в среднем за 2023 г. – 17 трлн руб., что выше среднего уровня в 2020–2021 гг.). Средний объем сделки при этом вырос до 2 млн руб. (в начале 2022 г. – 1,1 млн руб.). Рост среднего размера сделки сопровождался снижением спекулятивной активности высокочастотных трейдеров и физических лиц. Объем операций на внебиржевом валютном рынке также вырос¹.

Роль юаня увеличивалась на протяжении всего года. В июле 2023 г. доля валютной пары CNY/RUB в структуре биржевых торгов впервые в истории превысила долю USD/RUB и с середины 2023 г. находилась в районе 40% (рис. 2). При этом возможности для дальнейшего роста доли юаня могут быть ограничены структурой внешнеторговых операций. Большинство экспортных операций осуществляются в юанях и евро, в то время как импортные операции формируют спрос не только на юани, но и на доллары США и евро.

В результате на валютном рынке образуется повышенный объем предложения юаней и повышенный спрос на доллары США. Это приводит к систематической недооценке курса юаня к доллару США на российском рынке по сравнению с курсом юаня за рубежом и возникновению возможностей для трансграничного арбитража². Арбитражные операции в том числе способствуют исправлению дисбаланса спроса и предложения разных валют на рынке.

¹ По данным формы 0409701, обороты (покупка + продажа) по внебиржевым операциям спот с валютой, заключенным КО, в декабре 2023 г. составили 31 трлн руб. по сравнению с 21 трлн руб. в декабре 2022 года.

² Трансграничный арбитраж в различных валютных парах существовал и до февраля 2022 г., однако после введения санкций его возможности ограничены, а основной объем приходится на валютную пару USD/CNY.

Спрос банков, действующих в интересах импортеров, на валюты недружественных стран частично удовлетворяется за счет продаж экспортной выручки в этих валютах, частично – за счет арбитражных участников. Такие участники, как правило, имеют выходы на зарубежные рынки, что позволяет им покупать юани за доллары США на российском рынке и проводить зеркальные операции на офшорном рынке за рубежом. Этот механизм устраняет дисбалансы на валютном рынке.

В условиях снижения доли доллара США и евро и роста доли юаня в торгах также увеличивались объемы операций с другими валютами дружественных стран. В частности, на биржевом рынке выросли обороты по сделкам с турецкими лирами, казахскими тенге и белорусскими рублями, однако в масштабах всего рынка их объем был несущественным. На внебиржевом валютном рынке заметный объем операций заключался в дирхамах ОАЭ³, однако такие сделки, как правило, сопровождались конвертацией в более ликвидные валюты – юани, доллары США и евро.

Основные участники торгов на валютном рынке в течение года существенно не менялись, при этом их концентрация в отдельных валютных парах различалась. Рынки долларов США и юаней наиболее ликвидны и конкурентны благодаря активности экспортеров, импортеров и арбитражных участников. Рынок евро более концентрирован – на крупнейшего нетто-продавца и крупнейшего нетто-покупателя в 2023 г. суммарно приходилось около трети оборотов.

Ключевыми поставщиками ликвидности на валютном рынке традиционно выступают экспортеры и их дочерние банки. При этом ряд экспортеров имеют прямой выход на биржу, остальные продают свою валютную выручку банкам на внебиржевом рынке. Банки в свою очередь продают валюту на бирже.

Смещение баланса между экспортом и импортом в апреле привело к снижению объемов нетто-продаж валюты экспортерами и сохранению их на пониженных уровнях на протяжении летних месяцев (рис. 3). Это способствовало ослаблению рубля, но к концу года курс стабилизировался благодаря следующим факторам:

- росту поступлений от экспорта;
- ужесточению денежно-кредитных условий в результате повышения Банком России ключевой ставки, что сделало более привлекательным размещение средств в активы в рублях.

Операции СЗКО в течение года носили разнонаправленный характер, поскольку они обслуживают как крупных экспортеров, так и крупных импортеров. Дочерние банки нерезидентов в первой половине года в основном покупали валюту, а во второй – перешли к продажам. Прочие КО преимущественно покупали валюту на бирже для своих клиентов-импортеров. Следует отметить, что объем операций КО по покупке (продаже) валюты на бирже был сопоставим с объемом операций по продаже (покупке) на внебиржевом рынке. При этом основным контрагентом по внебиржевым операциям выступали нефинансовые компании (в основном экспортеры и импортеры), а также банки-нерезиденты. Таким образом, банки не предъявляли повышенного спроса на валюту в рамках собственных операций, как правило, они покупали и продавали на бирже валюту для своих клиентов.

Помимо КО, нетто-покупателями валюты на бирже также выступали нерезиденты – банки из дружественных стран, имеющие прямой выход на Московскую Биржу. Их операции вызваны конвертацией рублевой выручки за импорт и трансграничными переводами физических лиц. Кроме того, они покупали валюту на бирже через российских брокеров (КО и НФО), однако по сравнению с 2022 г. объем нетто-покупок значительно снизился.

Поведение населения на биржевом валютном рынке в 2023 г. носило контрциклический характер: они сокращали нетто-покупки иностранной валюты в условиях ослабления рубля, что оказывало дополнительную поддержку курсу. Кроме того, в отдельные месяцы физические

³ По данным формы 0409701, обороты (покупка + продажа) по внебиржевым операциям спот с дирхамами ОАЭ, заключенным КО, в октябре 2023 г. превысил 1 трлн руб., а в среднем за 2023 г. составил 0,5 трлн руб. в месяц.

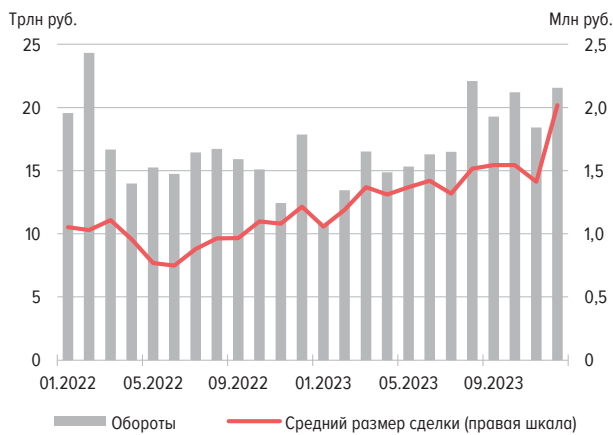
лица были нетто-продавцами долларов США и юаней (рис. 5). Всего за 2023 г. физические лица купили валюты на Московской Бирже на 0,5 трлн руб. (годом ранее – 1,06 трлн руб.).

Активность физических лиц на биржевом валютном рынке снизилась. Доля населения в оборотах в декабре 2023 г. сократилась до 16% (годом ранее – 28%) на фоне сокращения арбитражной активности с использованием валютных пар USD/CNY и EUR/USD⁴. Число физических лиц, заключавших сделки на валютном рынке, снизилось до 285 тыс. ед. (годом ранее – 470 тыс. ед.), что является минимальным значением с мая 2020 года.

Во второй половине 2022 – начале 2023 г. около 60% валюты, приобретаемой на бирже физическими лицами, приходилось на инвесторов, зарегистрированных более года назад (рис. 6). В конце 2023 г. на опытных инвесторов приходилось уже более 80% нетто-покупок валюты. Таким образом, в условиях роста российского фондового рынка начинающие розничные инвесторы в большей степени рассматривают альтернативные возможности для инвестиций.

ОБОРОТЫ ПО СДЕЛКАМ НА ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ И СРЕДНИЙ РАЗМЕР СДЕЛКИ

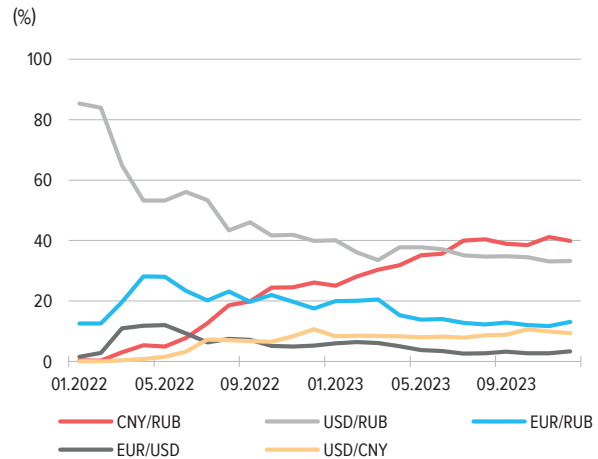
Рис. 1



Примечание. Обороты представляют собой сумму сделок покупок и продажи. Учитывались только биржевые сделки спот (без сделок своп и форвард).
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

ДОЛИ ОСНОВНЫХ ВАЛЮТНЫХ ПАР В ОБОРОТАХ НА ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ

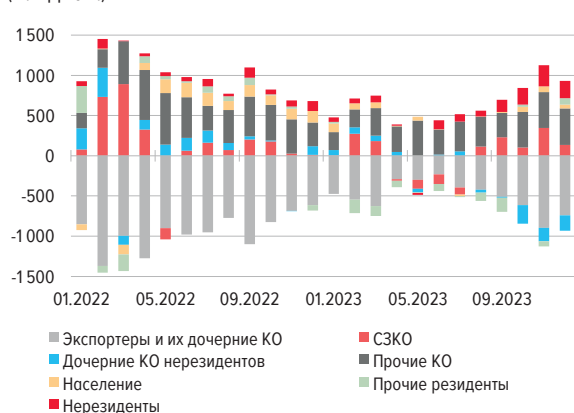
Рис. 2



Примечание. Обороты представляют собой сумму сделок покупок и продажи. Учитывались только биржевые сделки спот (без сделок своп и форвард).
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

НЕТТО-ПОКУПКИ (+) И НЕТТО-ПРОДАЖИ (-) ВАЛЮТЫ ЗА РУБЛИ РАЗЛИЧНЫМИ УЧАСТНИКАМИ

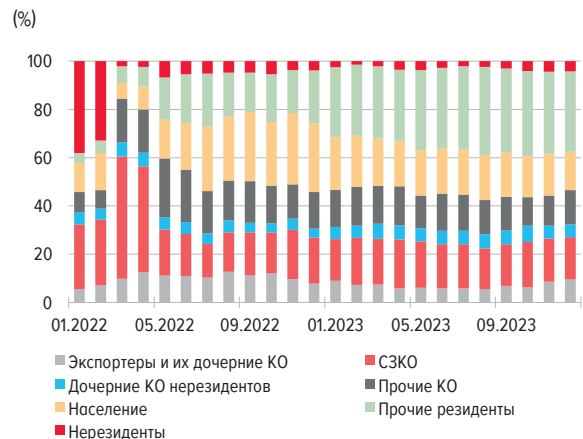
Рис. 3



Примечание. Учитывались только биржевые сделки спот (без сделок своп и форвард) без операций Банка России. СЗКО, являющиеся дочерними КО экспортеров, отнесены к категории «Экспортеры и их дочерние КО».
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

СТРУКТУРА ОБОРОТОВ ПО СДЕЛКАМ НА ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ В РАЗРЕЗЕ РАЗЛИЧНЫХ УЧАСТНИКОВ

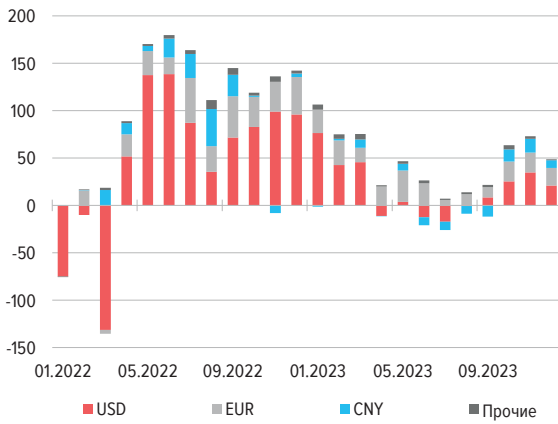
Рис. 4



Примечание. Обороты представляют собой сумму сделок покупок и продажи. Учитывались только биржевые сделки спот (без сделок своп и форвард) без операций Банка России. СЗКО, являющиеся дочерними КО экспортеров, отнесены к категории «Экспортеры и их дочерние КО».
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

⁴ Например, покупка юаней за рубли, затем покупка долларов США за юани и продажа долларов США за рубли.

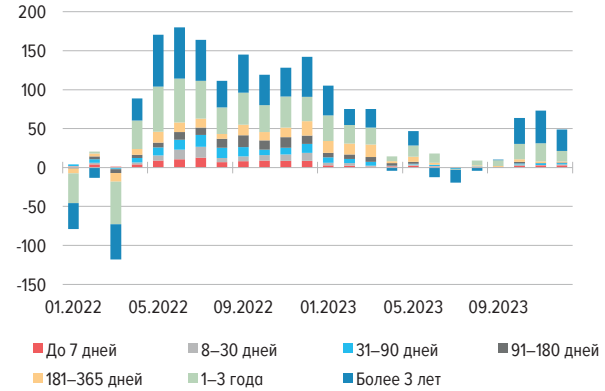
НЕТТО-ПОКУПКИ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ НА ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ В РАЗРЕЗЕ ВАЛЮТ (МЛРД РУБ.) Рис. 5



Примечание. Включая сделки по покупке/продаже одной иностранной валюты за другую иностранную валюту.

Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

НЕТТО-ПОКУПКИ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ НА ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ВРЕМЕНИ, ПРОШЕДШЕГО С МОМЕНТА РЕГИСТРАЦИИ НА БИРЖЕ (МЛРД РУБ.) Рис. 6



Примечание. При наличии нескольких брокерских счетов у одного физического лица его стаж определялся с момента открытия первого счета.

Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

3. ОБЛИГАЦИИ С ЗАЩИТОЙ ОТ ИНФЛЯЦИИ: РОСТ РЕАЛЬНОЙ ДОХОДНОСТИ

- Вмененная инфляция, заложенная в цены ОФЗ-ИН, стала расти с июня, затем несколько снизилась, реагируя на ужесточение ДКП Банком России.
- Реальные доходности в IV квартале начали увеличиваться. Такая динамика отражает появившиеся ожидания того, что денежно-кредитная политика будет оставаться жесткой на протяжении более длительного периода, нежели предполагалось ранее. В то же время на ценообразование ОФЗ-ИН также влияют различия в инвесторской базе ОФЗ-ПД и ОФЗ-ИН и ликвидности этих типов бумаг.

ОФЗ, индексируемые на инфляцию (ОФЗ-ИН, так называемые линкеры)¹, появились на российском рынке в 2015 году. С этого момента было размещено пять выпусков общим объемом 1,41 трлн руб.², один из выпусков был погашен в августе 2023 г. (объем – 238 млрд руб.).

Инвесторы с помощью индексируемых на инфляцию бумаг могут получить реальную доходность вне зависимости от уровня инфляции. Помимо этого, ОФЗ-ИН – один из источников информации об уровне ожидаемой инфляции, а также реальной доходности. Рассмотрим эти показатели подробнее.

Вмененная инфляция

Вмененная инфляция – это показатель, который является приблизительной оценкой инфляционных ожиданий, извлекаемых из динамики цен на ОФЗ. Она определяется как средний уровень будущей инфляции, который уравнивает сумму дисконтированных потоков платежей по индексируемой бумаге (ОФЗ-ИН) со стоимостью ближайшей по дате погашения номинальной облигации (ОФЗ-ПД). Это выражается следующей формулой:

$$\text{Вмененная инфляция (}\approx\text{ оценка ожидаемой инфляции)} = \frac{\text{доходность к погашению}_{\text{ОФЗ-ПД}}}{\text{доходность к погашению}_{\text{ОФЗ-ИН}}}$$

Упрощенная оценка, таким образом, предполагает расчет разницы в доходностях ближайшей по погашению облигацией с фиксированным купоном и доходностью облигации, индексируемой на инфляцию.

Более точная оценка вмененной инфляции основана на расчете среднего темпа роста цен в будущем, который заложен в текущую цену облигации. Иными словами, оценивается такой темп роста цен, при котором приведенная стоимость будущих денежных потоков по облигации равна ее текущей рыночной стоимости (так называемой грязной цене с учетом накопленного купонного дохода)³.

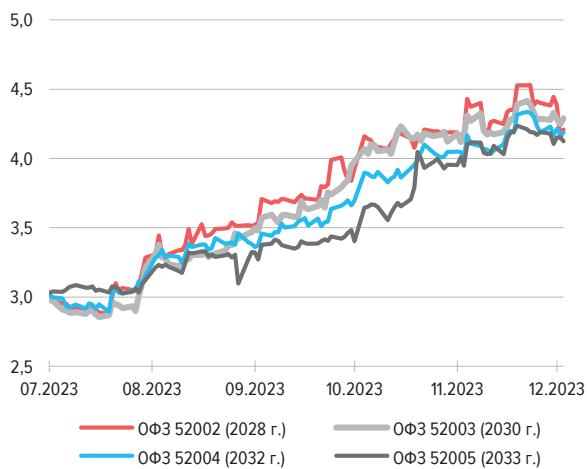
Как показано в материале [«Оценка вмененной инфляции из цен на индексируемые на инфляцию облигации»](#), эти подходы дают схожие по динамике, но несколько различающиеся по уровню результаты при оценке вмененной инфляции⁴. В то же время упрощенный

¹ Справочно: ОФЗ, индексируемые на инфляцию, позволяют получить инвестору реальную ставку доходности вне зависимости от реализованной инфляции за период. В отличие от обычных облигаций с фиксированным купоном (в которых потоки платежей известны заранее, однако уровень реальной доходности неизвестен при покупке облигации), потоки платежей по индексируемым на инфляцию облигациям состоят из двух компонентов: фиксированной ставки купона и индексируемого на уровень инфляции номинала. Минимальное значение номинала одной бумаги ограничено 1000 руб., и номинал индексируется ежедневно на индекс потребительских цен за три месяца до расчетной даты. Купонный доход выплачивается исходя из проиндексированного номинала.

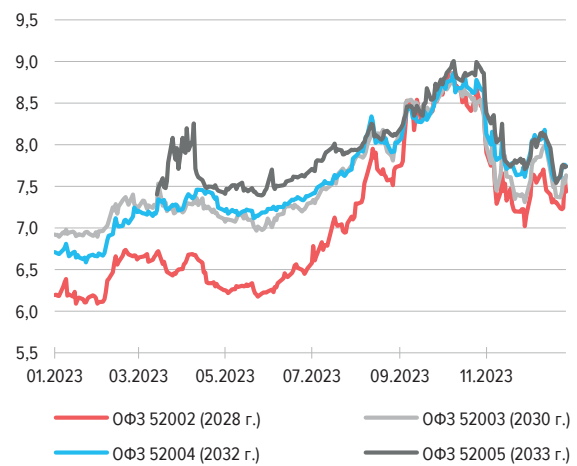
² По непогашенному номиналу.

³ Для корректного расчета вмененной инфляции следует также учитывать временной лаг (три месяца в случае ОФЗ-ИН) с момента изменения инфляции до индексации номинала такой облигации. Чем ближе срок до погашения линкера, тем выше эффект временного лага.

⁴ Второй подход не пересматривает, а уточняет оценки, полученные с помощью упрощенного подхода (с учетом сезонности инфляции и лага в три месяца в индексации облигаций).

ДИНАМИКА РЕАЛЬНЫХ ДОХОДНОСТЕЙ ОФЗ-ИН
(% ГОДОВЫХ) Рис. 7

Источники: ПАО Московская Биржа, Банк России.

ДИНАМИКА ВМЕНЕННЫХ ИНФЛЯЦИОННЫХ
ОЖИДАНИЙ ИЗ ОФЗ-ИН И ОФЗ-ПД
(%) Рис. 8

Источники: ПАО Московская Биржа, Банк России.

подход является достаточно широко применимым, поэтому при дальнейшем анализе будет использоваться этот метод.

Примерно с июня 2023 г. вмененная инфляция, заложенная в цены ОФЗ-ИН, росла. В целом это соответствует тенденции на повышение инфляционных ожиданий, отмечавшейся Банком России. Пик роста вмененной инфляции пришелся на октябрь, после чего инфляционные ожидания стали снижаться (рис. 8)⁵, реагируя на ужесточение Банком России ДКП.

Реальная доходность

Помимо роста инфляционных ожиданий, который произошел во второй половине 2023 г., на графиках также прослеживается рост реальной доходности по всем выпускам серий ОФЗ-ИН примерно с 3% по состоянию на начало августа до 4,2–4,5% к концу года. Важно и то, что более быстрыми темпами реальные доходности стали расти начиная с октября, то есть в период снижения инфляционных ожиданий. Рост этот происходил вдоль всей кривой бумаг с индексированием на инфляцию номиналом.

Чтобы разобраться, почему стали расти реальные доходности, разберем отличия номинальной доходности от реальной.

Как мы уже подробно разбирали в бюллетене [«О чем говорят тренды» № 8, 2019](#), номинальная доходность состоит из четырех основных компонентов (рис. 9), два из которых определяют реальную доходность:

- реальная краткосрочная ставка;
- временная премия реальной ставки за срочность;
- ожидаемая инфляция;
- инфляционный риск (риск того, что инфляция в течение срока до погашения облигации превысит ожидаемый уровень инфляции на момент покупки облигации).

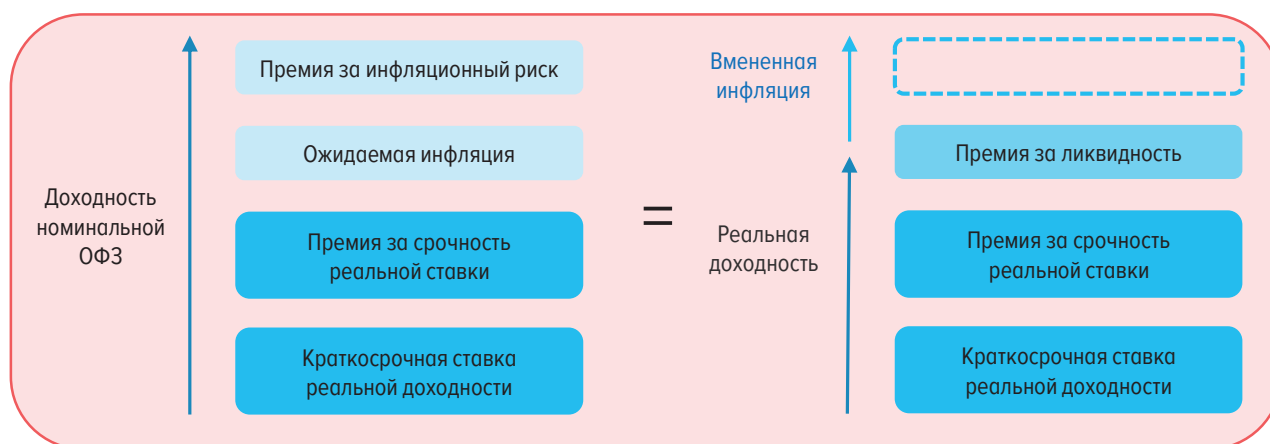
Доходность *индексированных на инфляцию* облигаций не включает премию за инфляционный риск, так как доход, выплачиваемый по этим облигациям, растет согласно реализованному

⁵ Сравнивались доходности ОФЗ-ИН и ОФЗ-ПД, ближайшие по погашению:

ОФЗ-ИН, серия	ОФЗ-ПД, серия
52002	26212
52003	26228
52004	26218
52005	26221

ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ НОМИНАЛЬНОЙ ДОХОДНОСТИ ОФЗ

Рис. 9



Источник: Банк России.

уровню инфляции. Таким образом, покупая индексируемую на инфляцию бумагу, инвестор платит за бóльшую определенность своего реального будущего дохода, приобретая опцион на неожиданный рост инфляции (иными словами, страховку от инфляции). При этом, как правило, вмененная инфляция имеет тенденцию расти или снижаться сильнее, чем инфляционные ожидания⁶.

Следует также учитывать, что инфляционные ожидания меняются в зависимости от срока. Как правило, инфляционные ожидания предполагают разный уровень ожидаемой инфляции в зависимости от горизонта в будущем. При этом краткосрочные инфляционные ожидания, зачастую более волатильны, нежели долгосрочные. Чем дольше срок до погашения бумаги, тем ниже уровень реальной доходности, то есть инвесторы могут ожидать более низкие реальные ставки (более низкую премию за риск) на более длительных временных горизонтах (рис. 7).

Прочие факторы

Помимо этого, на цены бумаг, индексируемых на инфляцию, влияют факторы спроса, предложения и ликвидности. Ликвидность инфляционных ОФЗ существенно ниже ликвидности номинальных бумаг, что объясняется прежде всего различиями в их инвесторской базе. Как правило, индексируемые облигации покупают институциональные инвесторы, не склонные к активной торговле, то есть такие бумаги удерживаются в их портфелях до погашения.

В настоящее время на российском рынке отсутствуют иностранные инвесторы, активно торговавшие ОФЗ-ПД до 2022 года. Тем не менее инвесторская база в классических ОФЗ отличается от инвесторов в серии ОФЗ-ИН (рис. 10–11): доля наиболее активных инвесторов – банков – в классических ОФЗ выше, при этом больше трети инвесторов в инфляционные бумаги составляют НПФ, которые, как правило, покупают бумаги с целью удержания их до погашения. Объем торгуемых бумаг сокращается, что уменьшает их ликвидность.

Снижение инфляционных ожиданий при неизменном уровне номинальных доходностей может привести к росту реальных доходностей. Причиной могут стать ожидания ужесточения или сохранения жесткой денежно-кредитной политики в будущем. Так, например, в периоды, когда инвесторы ожидают более продолжительного периода высоких ставок, чем предпола-

⁶ Стоимость опциона, предоставляющего инвестору защиту от неожиданного всплеска инфляции, зависит от неопределенности относительно будущей инфляции и степени склонности к риску. Математически инфляционные ожидания представляют собой среднюю субъективную оценку вероятностного распределения ожиданий будущей инфляции. Неопределенность относительно будущей инфляции определяется как вариация относительно среднего значения и имеет положительную корреляцию с уровнем ожидаемой инфляции.

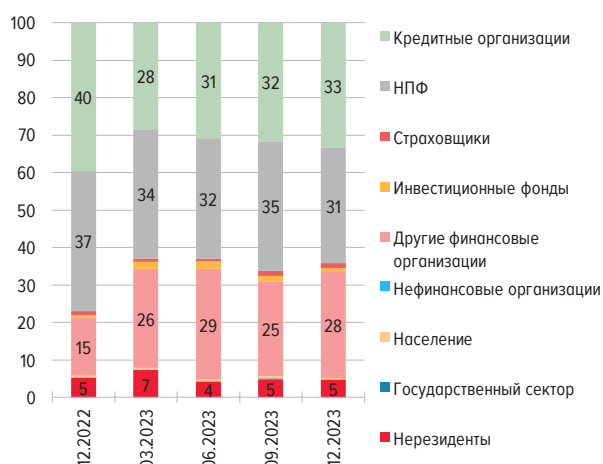
галось ранее, реальные доходности в большинстве своем растут. В то же время предпочтения инвесторов также могут заметно влиять на ценообразование линкеров (и, как следствие, на динамику реальных доходностей).

Так, рост реальных доходностей ОФЗ, начавшийся во второй половине 2023 г., по нашему мнению, связан не только с ожиданиями ужесточения ДКП и сохранения жесткой денежно-кредитной политики в будущем, но и с относительно меньшей привлекательностью ОФЗ-ИН по сравнению с ОФЗ-ПД. Несмотря на рост доходностей из-за повышения ключевой ставки, ОФЗ-ПД являются более ликвидными бумагами, привлекательными для самой активной части инвесторов.

Рынок инфляционных линкеров служит одним из источников информации как об инфляционных ожиданиях, так и об уровне и динамике реальных ставок. На текущий момент рост реальных ставок подразумевает ожидания сохранения повышенных ставок в средне- и долгосрочной перспективе. В то же время существуют факторы, не связанные с ожиданиями по ставкам или с инфляцией, которые могут исказить уровень вмененной инфляции, заложенной в цены облигаций.

СТРУКТУРА ИНВЕТОРОВ В ОФЗ-ИН
(%)

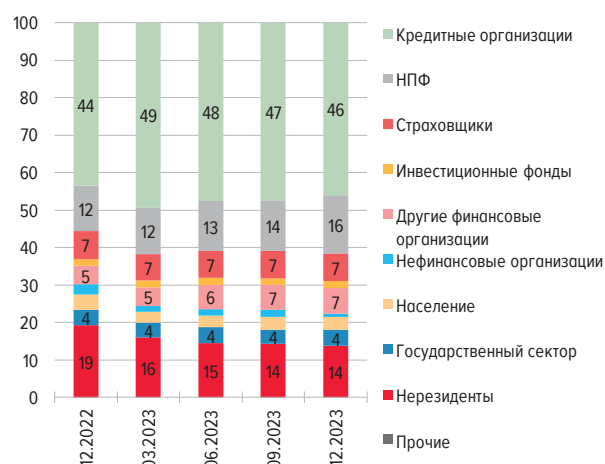
Рис. 10



Примечание. Объем вложений кредитных организаций включает бумаги, переданные по операциям репо с Банком России и Федеральным казначейством. Категория «Государственный сектор» включает собственные вложения Банка России, государственных финансовых корпораций и нефинансовых государственных организаций. Источник: Банк России.

СТРУКТУРА ИНВЕТОРОВ В ОФЗ-ПД
(%)

Рис. 11



Примечание. Объем вложений кредитных организаций включает бумаги, переданные по операциям репо с Банком России и Федеральным казначейством. Категория «Государственный сектор» включает собственные вложения Банка России, государственных финансовых корпораций и нефинансовых государственных организаций. Источник: Банк России.

4. КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ. ФЛОАТЕРЫ – НОВЫЙ ТРЕНД?

- Рынок корпоративных облигаций продолжил уверенно расти в 2023 году. Это происходило во всех рейтинговых категориях. Ключевыми инвесторами в корпоративные облигации остаются банки, однако их доля сокращается. Динамика вложений физических лиц способствовала увеличению объемов размещений высокодоходных облигаций. В то же время доля вложений физических лиц в облигации остается незначительной.
- Переключение на эмиссию облигаций с плавающим купоном помогло корпоративным эмитентам не останавливать размещения даже в период роста процентных ставок. Однако сроки выпусков сократились, основная часть размещений пришлась на эмитентов высокого кредитного качества.
- Облигации в юанях пока не стали популярным финансовым инструментом в России. Ограниченная ликвидность в юанях у банков, более высокие доходности замещающих облигаций и необходимость повышать доходность размещаемых выпусков сдерживали потенциальный интерес к подобным размещениям как у инвесторов, так и у эмитентов.

Объем рынка российских облигаций уверенно рос в течение всего года. В целом объем облигаций на счетах в российских депозитариях увеличился на 17%, до 50 трлн руб.: в основном речь идет о сегменте госбумаг (+12% г/г) и корпоративных облигаций (рис. 12), который уверенно прибавлял весь год, достигнув 13,6 трлн руб.¹ (+26% г/г). Однако во второй половине года рост рынка замедлился на фоне ужесточения Банком России денежно-кредитной политики, но полностью не остановился. Во многом этому способствовали размещения корпоративных облигаций с плавающим купоном (подробнее см. раздел 4.2). Размещение корпоративных флоатеров стало тенденцией 2023 г., которая позволила эмитентам привлекать средства на рынке облигаций даже в период повышения ставок.

На объеме облигаций иностранных эмитентов сказалась валютная переоценка: в рублевом эквиваленте этот сегмент вырос на 200 млрд руб. (+7% г/г). При этом в 2023 г. происходили значительные погашения бумаг иностранных эмитентов, которые фактически компенсировала валютная переоценка. Также эмитенты выпускали замещающие облигации, что увеличивало объем бумаг на счетах в российских депозитариях. Выросла доля облигаций финансовых институтов, при этом объем субфедеральных и муниципальных облигаций сократился, а облигаций банков – почти не изменился.

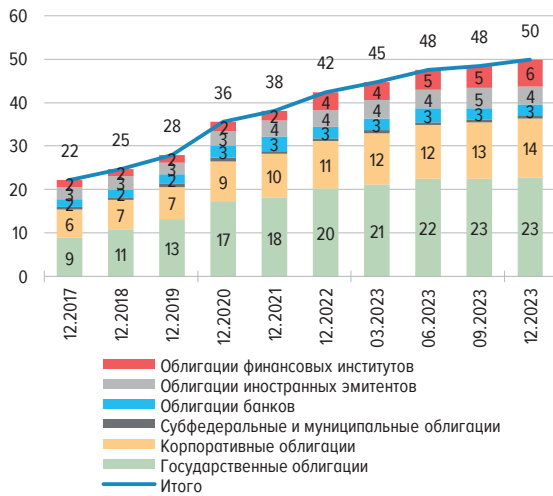
Банки продолжают оставаться основными инвесторами в корпоративные облигации, однако их доля в 2023 г. сократилась с 46 до 43%. При этом вложения населения увеличились на треть (рис. 14), но их объем остается все еще незначительным.

В 2023 г. росли объемы размещений облигаций практически всех рейтинговых категорий. При этом основные инвесторы в сегмент высокорисковых облигаций – физические лица – стали обращать внимание и на облигации более высокого кредитного качества. Этому способствовал более сильный рост доходностей облигаций при отставании депозитных ставок. В свою очередь благодаря такому интересу размещения облигаций из высокодоходного сегмента продолжались и на фоне роста доходностей.

В 2023 г. на российском рынке облигаций появился новый тип инструментов: корпоративные облигации, привязанные к стоимости золота. Было размещено два выпуска компании из золотодобывающей отрасли с погашением в 2028 и 2030 годах. Объемы размещения составили 11 и 6,8 млрд руб. соответственно. Номинал обоих выпусков равен рублевой стоимости одного грамма золота, установленной Банком России. Выпуская такие облигации, произво-

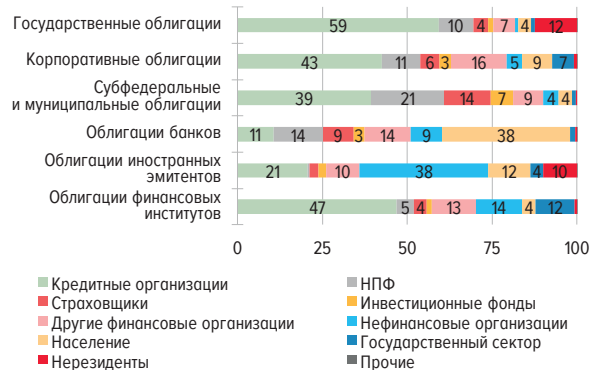
¹ Согласно пересмотренной классификации, объем рынка корпоративных облигаций в 2022 г. составил 10,8 трлн рублей. Сегмент корпоративных облигаций включает замещающие облигации, объем которых за год вырос на 1 трлн рублей.

ОБЪЕМ ОБЛИГАЦИЙ НА СЧЕТАХ В РОССИЙСКИХ ДЕПОЗИТАРИЯХ, НА КОНЕЦ ПЕРИОДА (ТРЛН РУБ.) Рис. 12



Источник: Банк России.

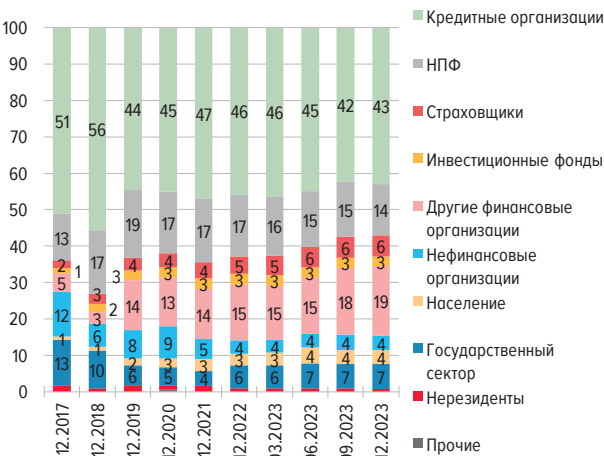
СТРУКТУРА ДЕРЖАТЕЛЕЙ ОБЛИГАЦИЙ НА 31.12.2023 (%) Рис. 13



Примечание. Объем вложений кредитных организаций включает бумаги, переданные по операциям репо с Банком России и Федеральным казначейством. Категория «Государственный сектор» включает собственные вложения Банка России, государственных финансовых корпораций и нефинансовых государственных организаций.

Источник: Банк России.

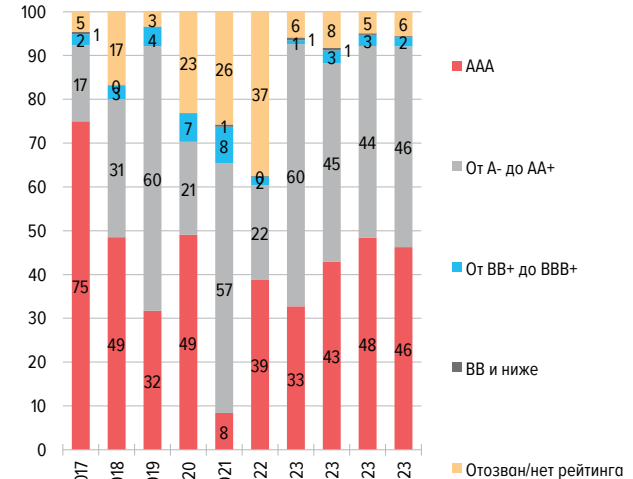
СТРУКТУРА ДЕРЖАТЕЛЕЙ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ (%) Рис. 14



Примечание. Объем вложений кредитных организаций включает бумаги, переданные по операциям репо с Банком России и Федеральным казначейством. Категория «Государственный сектор» включает собственные вложения государственных финансовых корпораций и нефинансовых государственных организаций.

Источник: Банк России.

РЕЙТИНГОВАЯ СТРУКТУРА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ (%) Рис. 15



Источники: Sbond, Банк России.

датель золота существенно сокращает рыночные и валютные риски изменения цен на свою продукцию. Инвестор в свою очередь получает экспозицию на золото с отсутствием трат на его хранение и более благоприятной относительно обезличенных металлических счетов ликвидностью. 20% по каждому из выпусков было приобретено различными инвесторами. В 2024 г. еще одна компания отрасли разместила аналогичные облигации.

Кредитные спреды для компаний первого (уровень рейтинга AA и выше по российской шкале и выше) и второго (от A- до AA-) эшелонов почти не менялись в течение первой половины года (рис. 16). Позднее из-за опережающего роста доходностей ОФЗ спреды наиболее ликвидных корпоративных облигаций первого эшелона сократились до отрицательных значений. Такое изменение спредов носит технический характер и часто происходит из-за более быстрой реакции ликвидных бумаг на рост процентных ставок или иного ухудшения рыночных условий. Рынок корпоративных облигаций, даже высокого кредитного качества, как правило, менее ликвиден по сравнению с рынком госбумаг.

ДИНАМИКА СПРЕДОВ ДОХОДНОСТЕЙ ОБЛИГАЦИЙ С РАЗЛИЧНЫМ УРОВНЕМ КРЕДИТНОГО РЕЙТИНГА К ОФЗ (Б.П. ГОДОВЫХ)

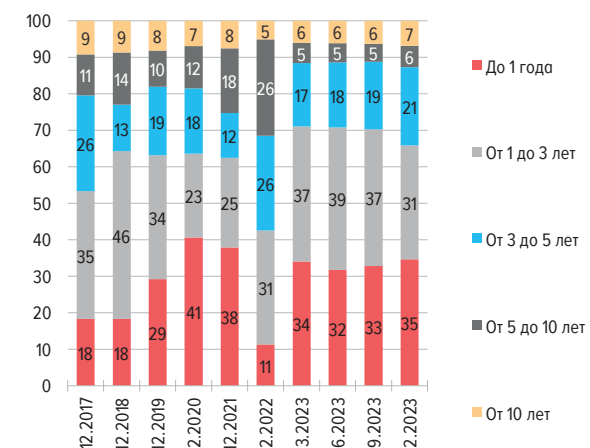
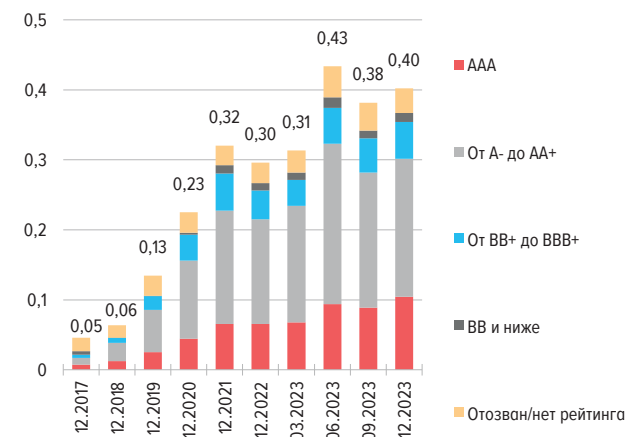
Рис. 16



Источники: Sbond, Банк России.

ОБЪЕМЫ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА СЧЕТАХ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ, НА КОНЕЦ ПЕРИОДА (ТРЛН РУБ.)

СРОЧНОСТЬ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РУБЛЯХ НА КОНЕЦ ПЕРИОДА (%)



Источники: Sbond, Банк России.

Примечание. Используется срок до oferty или погашения облигаций.
Источники: Sbond, Банк России.

При этом корпоративные спреды высокорисковых облигаций (так называемого третьего эшелона) расширялись относительно более медленными темпами. Это связано с особенностями инвесторской базы, преобладающей в указанном сегменте: основные держатели таких бумаг – физические лица. Они, как правило, покупают высокодоходные облигации и удерживают их до погашения, из-за чего ликвидность таких бумаг ограничена. При этом спрос на подобные размещения может сохраняться в силу разницы между депозитными ставками и доходностями таких облигаций.

Сроки корпоративных облигаций преимущественно сократились. Растущие ставки, хотя и не стали препятствием для первичных размещений, однако вынуждали эмитентов привлекать средства на более короткие сроки. Так, втрое выросла доля выпусков до 1 года (рис. 18). Одновременно с этим уменьшилась доля средне- и долгосрочных облигаций (свыше 3 лет).

4.1. Облигации в юанях

В 2022 г. на российском рынке появились облигации в юанях. Бурно развиваясь в IV квартале 2022 г., в 2023 г. этот сегмент замедлился. За 2023 г. объем облигаций в юанях вырос с 0,6 до 1,1 трлн руб., однако большая часть прироста пришлась на I квартал (рис. 20).

Замедлению темпов роста сегментов юаневых облигаций способствовала ограниченная ликвидность в юанях у потенциальных инвесторов. Банки обладают ликвидностью в китайской валюте (прежде всего благодаря счетам крупных российских экспортеров) и являются основными инвесторами в юаневые облигации (рис. 22). Однако ограниченный объем ликвидности в юанях, ослабление рубля и спрос на юань со стороны импортеров стали сдерживать потенциальный интерес банков к таким размещениям. Вторую крупную группу инвесторов составляют физические лица. На спрос с их стороны влияет разница в доходностях между облигациями в юанях и замещающими облигациями: доходности замещающих облигаций в долларах США (с выплатами в рублях) выглядят привлекательнее.

При этом на предложении эмитентов сказывается и рост доходностей облигаций в юанях, что делает такие размещения для них менее интересными (рис. 19).

ДИНАМИКА ДОХОДНОСТИ ОБЛИГАЦИЙ В ЮАНЯХ
(% ГОДОВЫХ)

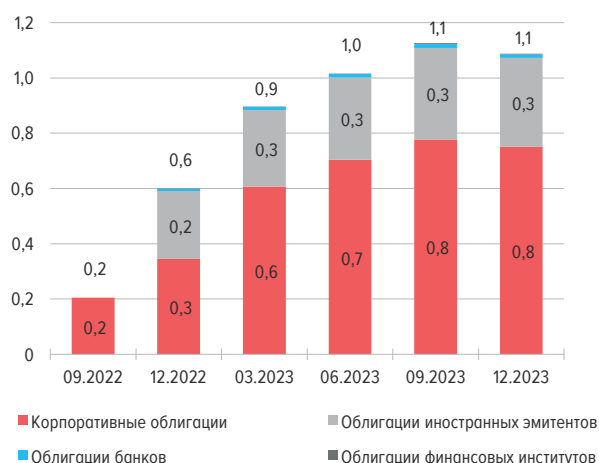
Рис. 19



Источники: Sbonds, Банк России.

ОБЪЕМ ОБЛИГАЦИЙ В ЮАНЯХ
(ТРЛН РУБ.)

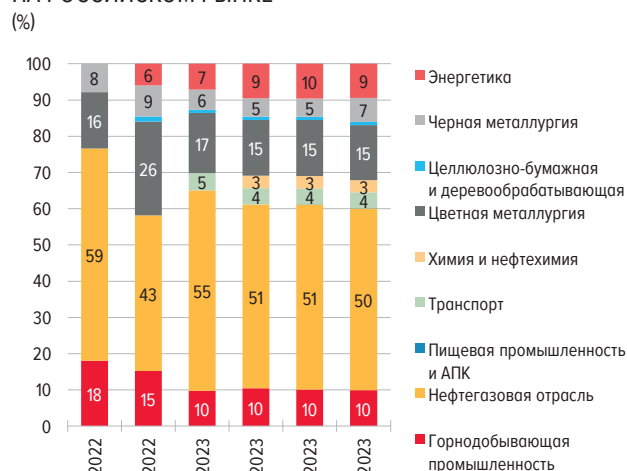
Рис. 20



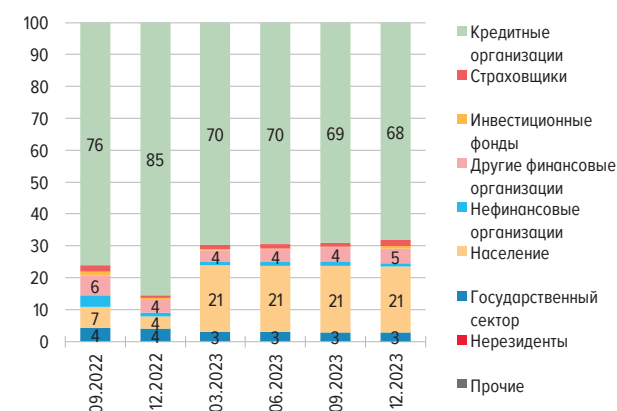
Источник: Банк России.

ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА ОБЛИГАЦИЙ В ЮАНЯХ
НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

Рис. 21

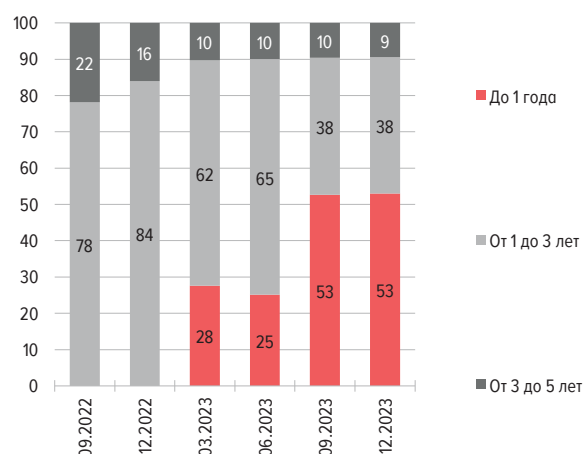


Источники: Sbonds, Банк России.

ДЕРЖАТЕЛИ ОБЛИГАЦИЙ В ЮАНЯХ
(%)

Примечание. Включая облигации иностранных эмитентов.
Категория «Государственный сектор» включает собственные вложения государственных финансовых корпораций и нефинансовых государственных организаций.
Источник: Банк России.

Рис. 22

СРОКИ ОБЛИГАЦИЙ В ЮАНЯХ
(%)

Источники: Cbonds, Банк России.

Рис. 23

Основная доля облигаций в юанях приходится на эмитентов из нефтегазовой отрасли, энергетики, цветной и черной металлургии. В этом году прибавились еще выпуски эмитентов из химической и нефтехимической отрасли, а также менее крупные размещения эмитентов из других отраслей (рис. 21).

В 2023 г. сроки размещаемых облигаций в юанях также сократились (рис. 23): доля краткосрочных облигаций (до 1 года) превысила 50%. В будущем рост сегмента облигаций в юанях, размещаемых на внутреннем рынке, будет зависеть как от потребностей эмитентов и их адаптации к рыночным условиям, так и от наличия достаточной свободной ликвидности в юанях на российском рынке.

Врезка. Высокодоходные облигации: рекордный объем первичных размещений

- По итогам 2023 г. эмитенты разместили ВДО¹ на рекордную сумму – 41 млрд руб., объем сегмента достиг 89 млрд рублей.
- Оживление в сегменте ВДО происходило на фоне удорожания банковских кредитов и ожидания дальнейшего роста стоимости рыночных заимствований по мере ужесточения ДКП.
- Основными эмитентами ВДО остаются строительные и лизинговые компании, а также микрофинансовые организации. Основными держателями ВДО являются физические лица со статусом квалифицированного инвестора.

Сегмент высокодоходных облигаций является высокорисковым и, как правило, не очень ликвидным сегментом рынка. На российском рынке он развивался достаточно медленно из-за специфики инвесторской базы: основными покупателями таких облигаций чаще всего являются физические лица, а основными инвесторами в более качественные и ликвидные корпоративные облигации – банки. С появлением и развитием интереса населения к инструментам фондового рынка постепенно стал развиваться и сегмент ВДО.

Помимо интереса инвесторов, развитие этого сегмента зависит от состояния цикла: как правило, он расширяется в периоды экономического роста, снижения стоимости риска (и кредитных спредов) и высокого аппетита к риску. Этот сегмент позволяет получить инвесторам дополнительный доход в условиях относительно низких процентных ставок, однако при изменении фазы цикла интерес к нему резко снижается, а у эмитентов растет риск дефолтов.

В 2023 г. небольшие эмитенты активно выходили на первичный рынок облигаций. Этому способствовали ожидания дальнейшего роста требуемой доходности на первичных размещениях

¹ Определение ВДО не закреплено в российском законодательстве и отличается в зависимости от организации. Для целей обзора к ВДО отнесены выпуски, удовлетворяющие одновременно следующим трем критериям: кредитный рейтинг эмитента не выше BBB по российской шкале (включая компании, у которых он отсутствует или отозван), объем выпуска – не выше 2 млрд руб., спред между доходностью первичного размещения выпуска и ключевой ставкой Банка России – не менее 5 процентных пунктов. Всего в выборку вошли 385 выпусков от 199 эмитентов.

из-за повышения ключевой ставки Банка России. В результате объем первичных размещений ВДО в 2023 г. достиг рекордных 41 млрд руб., в то время как годом ранее он составил 8,9 млрд руб. (рис. 24). При этом наибольшие объемы размещений наблюдались в июне, то есть до перехода Банка России к циклу повышения ключевой ставки. Всего на рынке облигаций обращаются выпуски ВДО на общую сумму 89 млрд руб. (рис. 25). Этот сегмент остается незначительным и составляет 0,65% от всего рынка корпоративных облигаций в России.

Среди эмитентов ВДО преобладают строительные и микрофинансовые компании, предприятия сектора торговли и лизинговые компании (рис. 26). Сегмент ВДО характеризуется высокой отраслевой концентрацией: на указанные четыре отрасли приходится 73% от стоимости всех выпусков ВДО. Основными покупателями на первичном рынке ВДО выступали физические лица – квалифицированные инвесторы (рис. 27). Помимо более высокой доходности в сравнении с прочими направлениями для вложений, интерес со стороны розничных инвесторов могли привлечь меньшие санкционные риски эмитентов ВДО в сравнении с крупными заемщиками. В то же время ликвидность вторичного рынка ВДО остается низкой: объем торгов преимущественно увеличивался в январе – августе 2023 г. и на пике достигал 3,4 млрд руб. в мае, однако в сентябре – декабре вновь снизился примерно до 1,5–2 млрд руб. (рис. 28).

При этом премия сегмента ВДО к государственным облигациям постепенно снижалась в первой половине 2023 г. на фоне неизменной ключевой ставки Банка России и отсутствия дефолтов среди эмитентов ВДО. В начале 2023 г. кредитный спред² ВДО составлял 650–680 б.п., к концу июня он снизился примерно до 400 б.п. (рис. 29). При этом кредитный спред ВДО снижался быстрее, чем спред бумаг эмитентов с более высоким кредитным рейтингом (АА и выше), который в первой половине 2023 г. оставался в диапазоне 49–108 базисных пунктов. После ужесточения риторики Банка России и повышения ключевой ставки в июле – августе премия ВДО к доходности государственных облигаций оставалась волатильной, но в конце 2023 г. преимущественно увеличивалась.

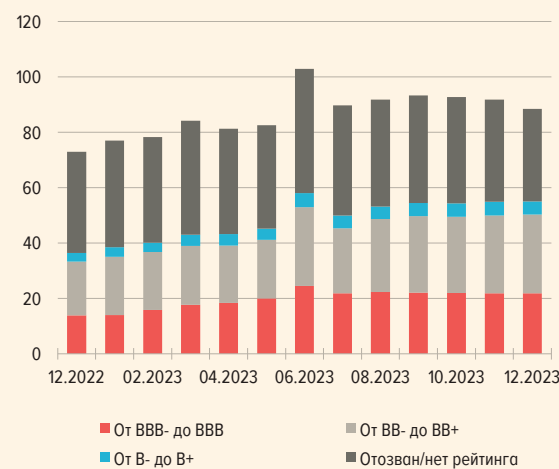
Вероятно, поддержание жестких денежно-кредитных условий в экономике в течение длительного периода, необходимое для решения задачи по обеспечению ценовой стабильности, ограничит рост сегмента ВДО. Основным препятствием для роста сегмента выступает риск дефолта эмитентов. Во-первых, жесткие денежно-кредитные условия приведут к некоторому охлаждению совокупного спроса, что может ухудшить финансовые результаты компаний. Во-вторых, удорожание рыночных заимствований осложнит компаниям рефинансирование облигационных выпусков. В 2023 г. дефолт допустили 15 эмитентов по 25 выпускам ВДО (24 дефолта связаны с невыплатой купонных платежей, один – с погашением выпуска), еще три компании допустили технический дефолт³.

ОБЪЕМ ПЕРВИЧНОГО РЫНКА ВДО И КОЛИЧЕСТВО РАЗМЕЩАЕМЫХ ВЫПУСКОВ Рис. 24



Источники: Сbonds, Банк России.

ДИНАМИКА СЕГМЕНТА ВДО В РАЗРЕЗЕ КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ ЭМИТЕНТОВ (МЛРД РУБ.) Рис. 25



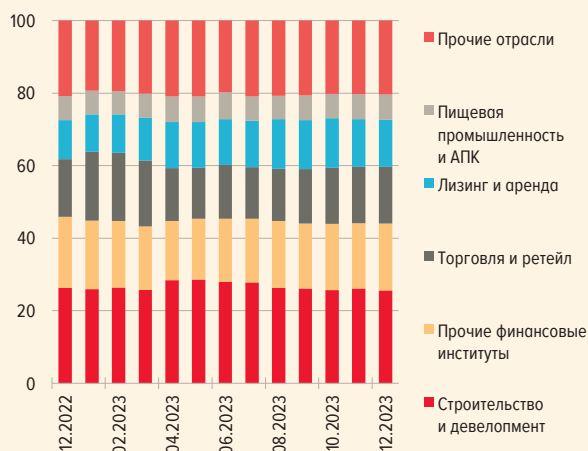
Источники: Сbonds, Банк России.

² Кредитный спред – разница между средневзвешенной доходностью портфеля ВДО и бескупонной доходностью ОФЗ с аналогичной дюрацией (Сbonds-CBI RU High Yield G-Spread).

³ Несвоевременное исполнение обязательств признается техническим дефолтом, если эмитент смог осуществить платежи в расчетный период (grace period), который наступает после плановой даты выплаты по облигациям.

ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА СЕГМЕНТА ВДО
(%)

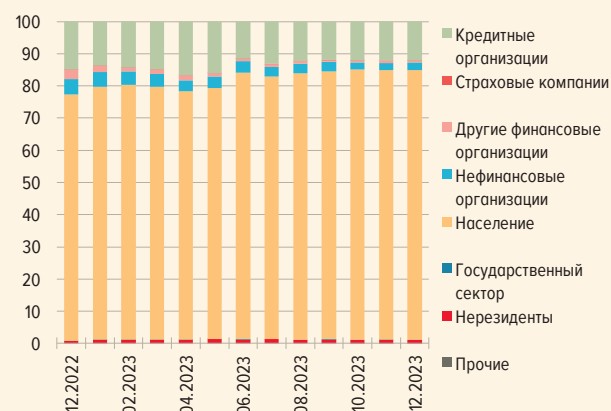
Рис. 26



Источники: Cbonds, Банк России.

СТРУКТУРА ДЕРЖАТЕЛЕЙ ВДО
(%)

Рис. 27

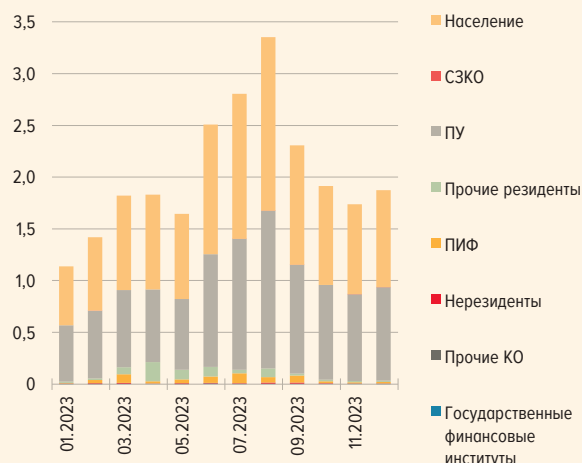


Примечание. Категория «Государственный сектор» включает собственные вложения государственных финансовых корпораций и нефинансовых государственных организаций.

Источники: Cbonds, Банк России.

ОБОРОТЫ НА ВТОРИЧНОМ РЫНКЕ
В СЕГМЕНТЕ ВДО
(МЛРД РУБ.)

Рис. 28

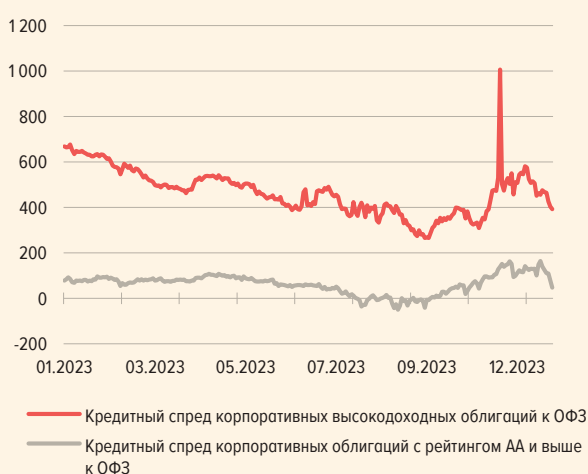


Примечание. Обороты представляют собой сумму сделок покупки и продажи облигаций. В расчетах учитывались сделки в основном и переговорном режимах.

Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

СПРЕДЫ ОБЛИГАЦИЙ ПЕРВОГО ЭШЕЛОНА
И ВЫСОКОДОХОДНЫХ ОБЛИГАЦИЙ К ОФЗ
(Б.П.)

Рис. 29



Источники: Cbonds, Банк России.

4.2. Корпоративные флоатеры

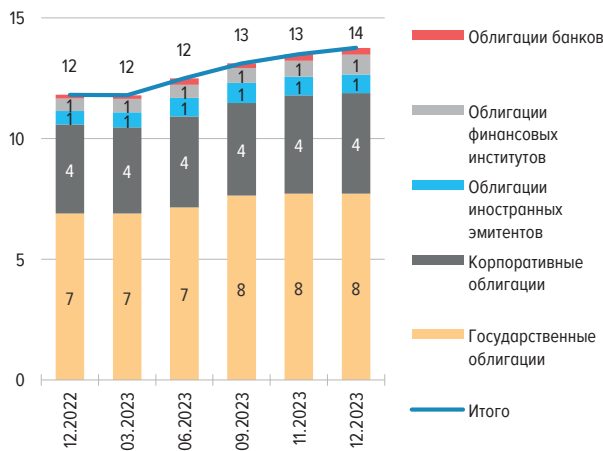
Еще одна тенденция 2023 г. связана с наращиванием корпоративными эмитентами предложения облигаций с плавающим купоном. До этого года ведущая роль в размещении флоатеров принадлежала Минфину России: основной рост объемов выпуска серий ОФЗ-ПК пришелся на 2020–2023 годы. Корпоративные эмитенты ранее также размещали облигации с плавающим купоном, однако ликвидность таких выпусков была ограничена, поскольку большое количество этих выпусков приходилось на нерыночные размещения².

В 2023 г. корпоративные эмитенты начали размещать облигации с плавающим купоном более активно. В то же время для эмитента выпуск таких облигаций повышает чувстви-

² Облигации с плавающим купоном на российском рынке размещались с начала 2000-х гг., однако это были разовые сделки. Позднее, как правило, после роста процентных ставок или в ожидании их снижения, было несколько всплесков размещений, в том числе рыночных (например, в 2008, 2015–2017, 2020 гг.)

ОБЪЕМ ОБЛИГАЦИЙ ФЛОАТЕРОВ
(ТРЛН РУБ.)

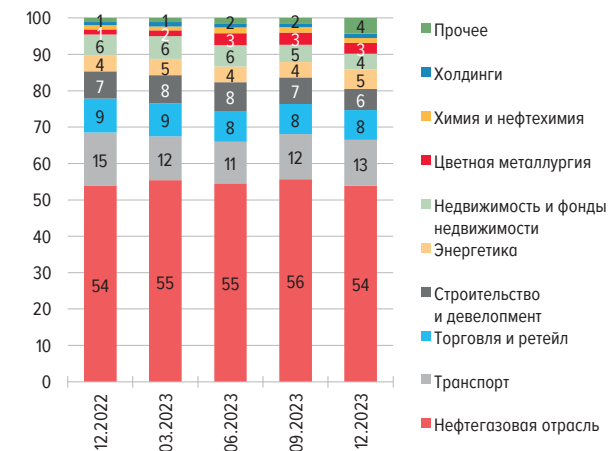
Рис. 30



Источник: Банк России.

ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА КОРПОРАТИВНЫХ
ФЛОАТЕРОВ
(%)

Рис. 31



Источники: Cbonds, Банк России.

ность его пассивов к изменению процентных ставок. С одной стороны, флоатер позволяет привлечь фондирование эмитентам даже в период роста ставок на рынке. С другой стороны, компании принимают на себя риск увеличения выплат по облигациям.

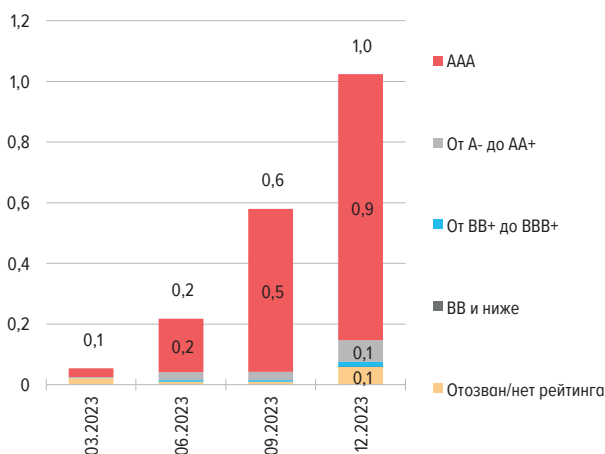
Эмитенты могут предпочесть размещение облигаций с плавающим купоном в период высоких ставок или даже в период их роста, если они ожидают скорого снижения процентных ставок в будущем. Для инвестора облигации-флоатеры позволяют защитить вложения при росте процентных ставок, однако при смене фазы цикла они становятся менее привлекательными.

Основная часть размещений корпоративных флоатеров (86%) пришлась на крупные компании с высоким кредитным рейтингом (рис. 32). Основной базовой ставкой, на которую размещались флоатеры, является ключевая ставка (рис. 33). В то же время во второй половине 2023 г. увеличилась доля облигаций, размещенных с использованием ставки RUONIA в качестве базовой.

В сочетании с ростом объемов кредитования нефинансовых компаний по плавающим ставкам такой рост размещений облигаций способствует постепенному накоплению процентного риска нефинансовыми компаниями. Это повышает важность выстраивания качественной системы управления рыночными рисками в корпоративном секторе. На текущий момент рост

РЕЙТИНГОВАЯ СТРУКТУРА ОБЛИГАЦИЙ
ФЛОАТЕРОВ, РАЗМЕЩЕННЫХ В 2023 ГОДУ
(ТРЛН РУБ., НАКОПЛЕННЫМ ИТОГОМ)

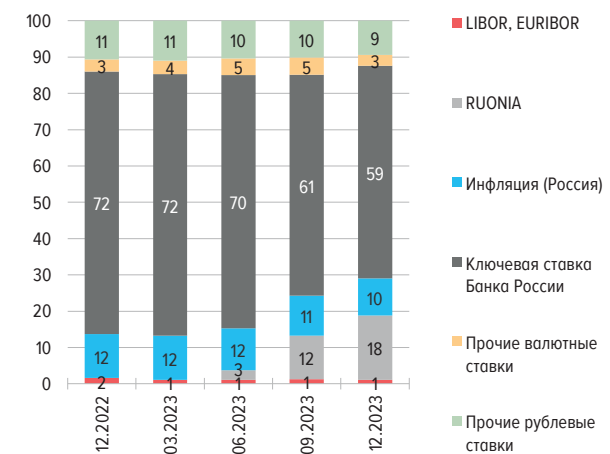
Рис. 32



Источники: Cbonds, Банк России.

БАЗОВЫЕ СТАВКИ КОРПОРАТИВНЫХ ФЛОАТЕРОВ
(%)

Рис. 33



Источники: Cbonds, Банк России.

предложения облигаций с плавающим купоном нефинансовыми компаниями не вызывает существенных опасений, связанных с рисками для их финансовой устойчивости. Во-первых, несмотря на поступательную динамику, общий объем размещений пока невелик. Во-вторых, ключевыми эмитентами выступают эмитенты высокого кредитного качества (крупные компании), обладающие опытом использования различных продуктов для управления рисками и привлечения финансирования.

5. ЗАМЕЩАЮЩИЕ ОБЛИГАЦИИ: ЛОКАЛЬНАЯ АЛЬТЕРНАТИВА ЕВРООБЛИГАЦИЯМ

- Объем рынка замещающих облигаций достиг почти 1,8 трлн руб., номинал основной части выпусков выражен в долларах США.
- Главными держателями замещающих облигаций остаются банки, однако их доля снизилась в пользу физических лиц и инвестиционных фондов. Инвесторы используют замещающие выпуски как защитный актив в условиях высокой волатильности курса рубля.
- Ликвидность вторичного рынка замещающих облигаций выросла в IV квартале 2023 г. на фоне размещений бумаг и активности физических лиц и профучастников.
- Замещение еврооблигаций корпоративных эмитентов происходит медленнее, чем ожидали участники рынка. Срок замещения корпоративных еврооблигаций был продлен до 1 июля 2024 г., также запланирована эмиссия замещающих суверенных выпусков.

В 2023 г. российские корпоративные эмитенты продолжили замещать выпуски еврооблигаций в соответствии с Указом Президента Российской Федерации¹. Замещающие облигации выпускаются по российскому праву и являются локальными инструментами. Они сохраняют все условия замещаемых облигаций: срок погашения, ставка купона и график выплат. Номинал замещающих бумаг выражен в иностранной валюте, при этом их держатели получают выплаты через российскую инфраструктуру в рублях и могут проводить операции с ними на вторичном рынке.

Несмотря на то что изначально замещение облигаций планировалось до конца 2023 г., не все эмитенты успели выпустить соответствующие бумаги, и срок замещения был перенесен на 1 июля 2024 года. В июле 2023 г. Правительственная комиссия разрешила не замещать выпуски с погашением до конца 2024 года. Также эмитент может не замещать выпуски, которые допущены к организованным торгам на Московской Бирже, при этом необходимо согласие держателей более 75% от общего числа бумаг в российском контуре. На конец 2023 г. Правительственная комиссия позволила не замещать отдельные выпуски четырем эмитентам, при этом только один из выпусков планируется к погашению после 2024 года. В то же время некоторые компании еще опрашивают держателей бумаг о решении замещать еврооблигации, а также могут обсуждать с Правительственной комиссией² освобождение от замещения. Кроме того, два эмитента досрочно погасили по одному выпуску еврооблигаций.

По итогам 2023 г. 15 эмитентов заместили 49 выпусков еврооблигаций на общую сумму 1,8 трлн руб. (19,8 млрд долл. США)³ (рис. 34). Номинал наибольшей части замещенных бумаг выражен в долларах США (рис. 35). Средний коэффициент замещения (соотношение замещающего и еврооблигационного выпусков по номинальному объему) варьировался от 6 до 89% и составил в среднем 54%⁴, при этом более высокий коэффициент имеют бумаги, замещенные в конце 2023 года.

Наибольшую активность в замещении еврооблигаций проявили компании нефтегазовой отрасли, которые первыми приступили к выпуску замещающих бумаг в 2022 г. и продолжили делать это в I–III кварталах 2023 г. (рис. 36). Следующая волна эмиссии замещающих бумаг на-

¹ Указ Президента Российской Федерации от 22.05.2023 № 364 «О внесении изменений в Указ Президента Российской Федерации от 5 июля 2022 г. № 430 «О репатриации резидентами – участниками внешнеэкономической деятельности иностранной валюты и валюты Российской Федерации».

² Компании, которые продолжают активную внешнеторговую деятельность, могут избегать замещения еврооблигаций из-за возможного ухудшения кредитного качества, так как недружественные инвесторы рассматривают замещение еврооблигаций как событие дефолта.

³ В январе – феврале 2024 г. бумаги выпустили еще четыре компании.

⁴ По незамещенной части выпуска еврооблигаций компания фактически объявляет дефолт. Это связано с тем, что эмитент не может разделить выпуск на еврооблигационный и замещающий и, соответственно, проводить отдельные выплаты в адрес держателей этих выпусков.

чалась в IV квартале 2023 г. после решения регуляторных вопросов, в том числе определения критериев для освобождения от замещения. В частности, замещение еврооблигаций провели банки, металлургические и химические компании. По итогам 2023 г. на нефтегазовые компании пришлось 84% всех замещающих облигаций, при этом основная часть бумаг выпущена одним крупным эмитентом (ООО «Газпром капитал»). В 2024 г. ожидается замещение оставшихся еврооблигаций банков и транспортных компаний.

В структуре держателей замещающих облигаций преобладают кредитные организации, однако доля бумаг в их владении снизилась с 50 до 33% в течение 2023 года. В то же время доля инвестиционных фондов среди держателей замещающих бумаг за год выросла с 5 до 10%, а населения – с 19 до 29% (рис. 37). При этом физические лица доминировали в оборотах замещающих выпусков на вторичном рынке и выступали нетто-покупателями этих бумаг (рис. 38). В 2023 г. появились ПИФ с инвестиционными стратегиями, основанными на инвестициях в замещающие облигации, в результате чего доля ПИФ среди держателей бумаг может увеличиться. В этом случае поддержку ликвидности вторичного рынка замещающих облигаций окажет запущенная Московской Биржей программа маркетмейкинга, которая требует от маркетмейкера обеспечить стабильность цен на бумаги (например, с помощью предельного спреда двусторонней котировки).

Помимо физических лиц, основными нетто-покупателями замещающих облигаций на вторичном рынке выступили банки-СЗКО и профучастники, а нетто-продавцами – прочие банки и резиденты (рис. 39). Причем для покупки замещающих выпусков физическим лицам не нужен статус квалифицированного инвестора, даже если бумаги формально должны были быть доступны только таким инвесторам (например, субординированные облигации банков⁵).

Инвесторы рассматривают замещающие выпуски как защитный актив, который позволяет снизить потери в периоды высокой волатильности курса рубля.

5.1. Замещающие госбумаги

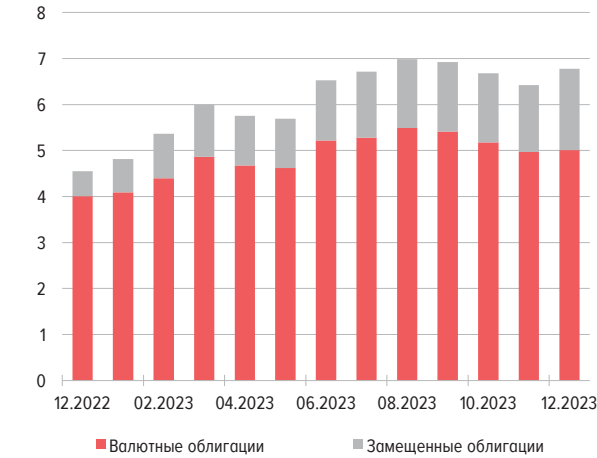
В III квартале 2023 г. Правительство Российской Федерации наделило Минфин России правом выпуска ценных бумаг, замещающих суверенные еврооблигации. Как и в случае с корпоративными эмитентами, замещающие бумаги должны быть идентичны по основным параметрам суверенным еврооблигациям, однако будут выпущены в российской инфраструктуре и будут обращаться на бирже. Выпуск первых бумаг планировался в IV квартале 2023 г., но был отложен на фоне активного замещения корпоративных еврооблигаций в конце года.

Всего в обращении находятся суверенные еврооблигации номинальным объемом 2,9 трлн руб. (32,9 млрд долл. США). На первом этапе будут замещены четыре выпуска, которые зарегистрированы в иностранной инфраструктуре (имеют код XS), и их непогашенный объем в обращении составляет 702,8 млрд руб. (7,8 млрд долл. США). При среднем коэффициенте замещения на уровне корпоративных выпусков их замещение добавит сегменту замещающих бумаг около 378,4 млрд руб. (4,2 млрд долл. США). При этом замещение еврооблигаций Минфина России позволит построить кривую примерной стоимости государственных заимствований в иностранных валютах.

⁵ С 2019 г. номинальная стоимость субординированных облигаций должна составлять не менее 10 млн руб., при этом бумаги доступны только для квалифицированных инвесторов. Однако указанные требования не распространялись на субординированные еврооблигации. В результате замещение субординированных еврооблигаций было сопряжено с регуляторными противоречиями. Во-первых, стоимость замещающей субординированной бумаги в рублевом эквиваленте могла оказаться менее закрепленных в законе 10 млн руб., так как при замещении еврооблигации ее номинал должен остаться неизменным. Во-вторых, держателем замещающей субординированной бумаги мог стать неквалифицированный инвестор. Указанные регуляторные противоречия сдерживали банки от замещения субординированных еврооблигаций. С сентября 2023 г. к замещающим субординированным облигациям не применяется требование о минимальном номинале от 10 млн рублей. Также замещающие субординированные выпуски могут размещаться в пользу держателей без соответствующего статуса. При этом инвесторам необходимо учитывать, что эмитент может приостановить выплаты по субординированным обязательствам или в определенных условиях списать их с баланса.

ДИНАМИКА ВАЛЮТНЫХ ОБЛИГАЦИЙ И ЗАМЕЩАЮЩИХ ОБЛИГАЦИЙ РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ
(ТРЛН РУБ.)

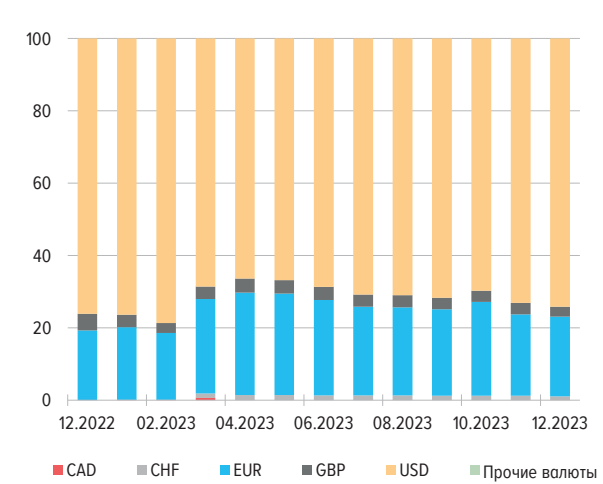
Рис. 34



Источники: Sbond, Банк России.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ЗАМЕЩАЮЩИХ ОБЛИГАЦИЙ ПО ВАЛЮТЕ НОМИНАЛА
(%)

Рис. 35



Источники: Sbond, Банк России.

ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА ЗАМЕЩАЮЩИХ ОБЛИГАЦИЙ
(ТРЛН РУБ.)

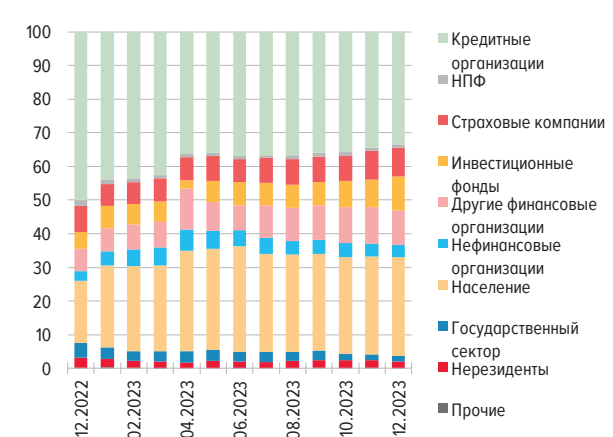
Рис. 36



Источники: Sbond, Банк России.

СТРУКТУРА ДЕРЖАТЕЛЕЙ ЗАМЕЩАЮЩИХ ОБЛИГАЦИЙ
(%)

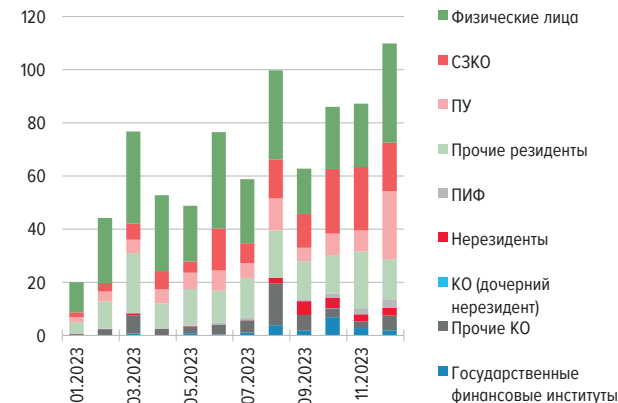
Рис. 37



Примечание. Категория «Государственный сектор» включает собственные вложения государственных финансовых корпораций и нефинансовых государственных организаций.
Источники: Sbond, Банк России.

ОБОРОТЫ НА ВТОРИЧНОМ РЫНКЕ ЗАМЕЩАЮЩИХ ОБЛИГАЦИЙ В РАЗРЕЗЕ РАЗЛИЧНЫХ УЧАСТНИКОВ В 2023 ГОДУ
(МЛРД РУБ.)

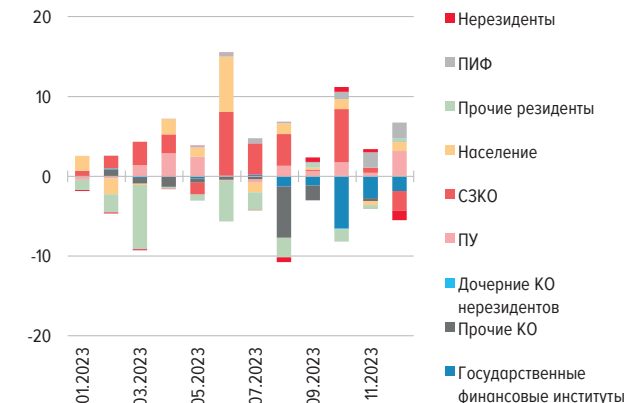
Рис. 38



Примечание. В расчетах учитывались сделки в основном и переговорном режимах, обороты представляют собой сумму сделок покупки и продажи.
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

НЕТТО-ПОКУПКИ (+) И НЕТТО-ПРОДАЖИ (-) ЗАМЕЩАЮЩИХ ОБЛИГАЦИЙ РАЗЛИЧНЫМИ УЧАСТНИКАМИ В 2023 ГОДУ
(МЛРД РУБ.)

Рис. 39



Примечание. В расчетах учитывались сделки в основном и переговорном режимах.
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

6. РЫНОК АКЦИЙ: ВОЗВРАЩЕНИЕ ПЕРВИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ

- Рост интереса к вложениям в российские акции в условиях повышенных инфляционных ожиданий и увеличение стоимости долгового финансирования способствовали активизации IPO после затишья в 2022 году.
- Основными покупателями в рамках IPO в 2023 г. выступали физические лица, прежде всего со стажем более 3 лет.
- Средний объем привлеченных в рамках IPO средств в 2023 г. составил 5 млрд рублей. Это существенно ниже, чем в среднем в 2020–2021 гг., и связано с изменением структуры инвесторов в пользу резидентов.
- Участие в IPO несет риски для розничных инвесторов, особенно начинающих. Волатильность акций в первые месяцы после IPO может быть повышенной, а их ликвидность, как правило, снижается уже в первые дни после размещения.

В 2023 г. интерес граждан к российскому фондовому рынку вырос в условиях увеличения доходов населения, развития механизмов розничного инвестирования и высоких дивидендных выплат по российским акциям. Инвестиции в российские акции рассматривались как альтернативный способ вложений на фоне ограниченной доступности зарубежных инструментов из-за санкций, а также как защитный актив на фоне роста инфляционных ожиданий, в том числе из-за ослабления рубля¹. Высокий интерес к акциям со стороны розничных инвесторов и рост стоимости долгового финансирования стимулировали компании выходить на рынок акционерного капитала с новыми размещениями.

До 2020 г. компании привлекали акционерный капитал преимущественно за рубежом через выпуск депозитарных расписок. Местом регистрации зачастую была также зарубежная юрисдикция, несмотря на ведение основного бизнеса в России. В 2019–2021 гг. крупные эмитенты провели вторичный листинг своих депозитарных расписок на Московской Бирже, чтобы повысить их ликвидность. Во многом этому способствовало резкое увеличение числа розничных инвесторов. В конце 2020–2021 гг. несколько эмитентов провели полноценные IPO на Московской Бирже (в ряде случаев – параллельно с размещением бумаг на других биржах, как правило, зарубежных). Однако рост геополитических рисков в 2022 г. привел к затишью на рынке первичных и вторичных размещений акционерного капитала.

Первое (после почти годового перерыва) IPO на 2 млрд руб. состоялось в декабре 2022 года. В 2023 г. прошли еще 8 IPO и 4 SPO на общую сумму 142 млрд рублей. Из этой суммы 41 млрд руб. пришлось на IPO. В отличие от предыдущих лет, это были полностью локальные IPO: акции размещали российские компании, а инвесторами выступали преимущественно физические лица – резиденты (в среднем их доля составила 77%, рис. 40). Наибольшая активность компаний пришлась на конец года: в IV квартале 2023 г. состоялось 6 IPO, это рекордный показатель для российского рынка. При этом средний объем привлеченных в рамках IPO средств в 2023 г. (5 млрд руб.) был значительно ниже среднего объема 2020–2021 гг. (около 35 млрд руб.).

Параллельно с этим на российский рынок возвращались акции российских эмитентов, которые ранее учитывались в депозитарных программах за рубежом (в рамках автоматической и принудительной конвертации депозитарных расписок)². Кроме того, компании, зарегистрированные в недружественных странах, но ведущие основной бизнес в России,

¹ В Индексе МосБиржи значительную долю занимают акции экспортеров, выручка которых в рублевом выражении увеличивается при ослаблении рубля.

² При этом в целях ограничения «навеса» предложения акций на российском рынке Банк России установил [ограничения](#) на продажу таких бумаг.

продолжают проходить процесс смены юрисдикции на российскую или дружественную (в рамках редомициляции)³.

Рост фондового индекса⁴ в условиях повышенных инфляционных ожиданий и доминирования физических лиц в структуре торгов способствовал большому интересу розничных инвесторов к новым размещениям. Количество таких инвесторов в среднем по 9 IPO, прошедших в декабре 2022 г. – декабре 2023 г., составило 38 тыс. чел., а в рамках одного из размещений – 89 тыс. человек⁵. Основную часть акций покупали инвесторы со стажем более 3 лет, при этом на начинающих инвесторов (открывших брокерский счет менее года назад) в различных IPO приходилось от 5 до 16% объема, приобретенного физическими лицами (рис. 41).

Отсутствие крупных институциональных инвесторов, прежде всего нерезидентов, стало ключевой особенностью IPO, прошедших в 2023 году. Это обусловило как низкие объемы размещений, так и довольно высокие уровни оценок акций отдельных эмитентов, поскольку розничные инвесторы зачастую не обладают всей полнотой информации об эмитенте и не проводят тщательного анализа его стоимости. Как правило, основным источником информации для большого числа инвесторов становится информация от организаторов размещения (брокеров), которые заинтересованы в привлечении наибольшего объема средств инвесторов.

Рассмотрим основные факторы в пользу участия в IPO для эмитентов и физических лиц. В условиях высоких процентных ставок выпуск дополнительных акций для компаний может быть более привлекательным по сравнению с получением кредита от банка или выпуском облигаций. Стоимость и объем долгового финансирования в большей степени определяется уровнем ставок в экономике и кредитным качеством эмитента. Объем средств, привлекаемых в ходе IPO, напротив, больше зависит от будущих перспектив компаний. Таким образом, средства от размещения акций могут быть направлены на долгосрочное развитие бизнеса, это источник так называемых длинных денег⁶. При этом у компании возникают дополнительные требования по раскрытию информации для инвесторов для поддержания определенного уровня листинга на бирже⁷.

Значительная доля розничных инвесторов в структуре покупателей накладывает ограничения на эмитентов в рамках IPO. Поведение физических лиц носит импульсивный характер, сильно зависит от общерыночной волатильности и требует благоприятной рыночной конъюнктуры при размещении. При этом розничные инвесторы отдают предпочтение компаниям, производящим понятные им продукты или услуги – например, из отраслей информационных технологий или розничной торговли. Это повышает важность коммуникации компании с инвесторами перед проведением IPO.

Немаловажными факторами являются и способность бизнеса генерировать будущие денежные потоки, и желание делиться прибылью с инвесторами через выплату дивидендов. Это позволит сформировать устойчивую базу инвесторов для будущих размещений (SPO). Напротив, если в ходе IPO перспективы выплаты дивидендов неясны, основным мотивом для покупателей будет лишь спекулятивный рост стоимости акций в краткосрочной перспективе. Прошедшие за последний год IPO наглядно демонстрируют, насколько волатильными могут быть котировки новых эмитентов после размещения (рис. 42).

³ В случае переезда в Россию их депозитарные расписки также [конвертировались](#) в российские акции.

⁴ В 2023 г. индекс полной доходности акций Московской Биржи вырос на 54%.

⁵ Показатель рассчитывался как количество клиентов брокеров на Московской Бирже с уникальными паспортными данными.

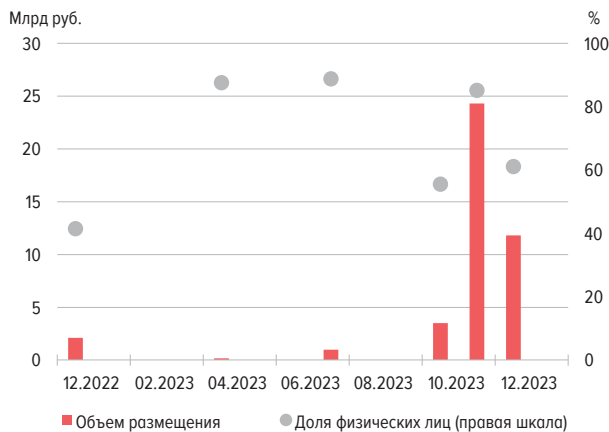
⁶ В то же время в рамках некоторых IPO на бирже предлагаются акции существующих акционеров (англ. cash-out), а не дополнительные акции самой компании (англ. cash-in). Деньги на развитие бизнеса могут быть направлены лишь во втором случае.

⁷ По состоянию на начало 2024 г. 2 из 9 размещенных в рамках IPO бумаг находились в первом уровне листинга, 5 – во втором, 2 – в третьем.

Важно, чтобы начинающие инвесторы осознавали все риски при приобретении акций в рамках IPO. По сравнению с менее рискованными вариантами вложения средств (депозитами, ОФЗ, корпоративными облигациями) доход по акциям не может быть гарантирован, а по сравнению с акциями крупных и давно торгующихся на бирже компаний цена недавно размещенных бумаг может существенно колебаться.

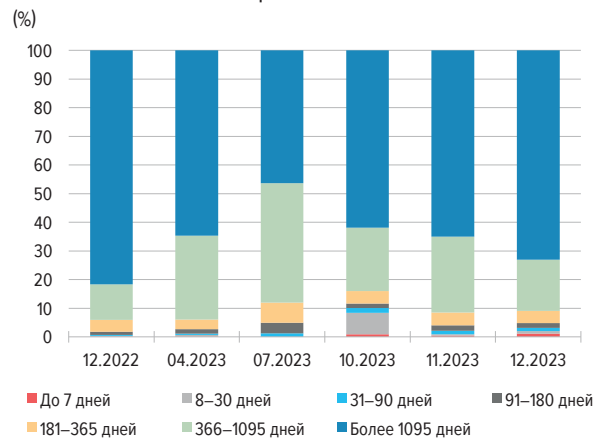
Кроме того, ликвидность недавно размещенных бумаг, как правило, ниже и их быстрая продажа потребует предоставления дисконта относительно рыночной цены. Прошедшие размещения показали, что один из основных показателей ликвидности – средний объем торгов – снижается в несколько раз уже через неделю после IPO. Аналогичная динамика наблюдается и по количеству сделок (рис. 43). Таким образом, инвесторам необходимо учитывать риск того, что быстро реализовать приобретенные на IPO акции они не смогут или смогут, но по более низкой цене по сравнению с ценой покупки.

ОБЪЕМ РАЗМЕЩЕНИЯ В РАМКАХ IPO И ДОЛЯ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ Рис. 40



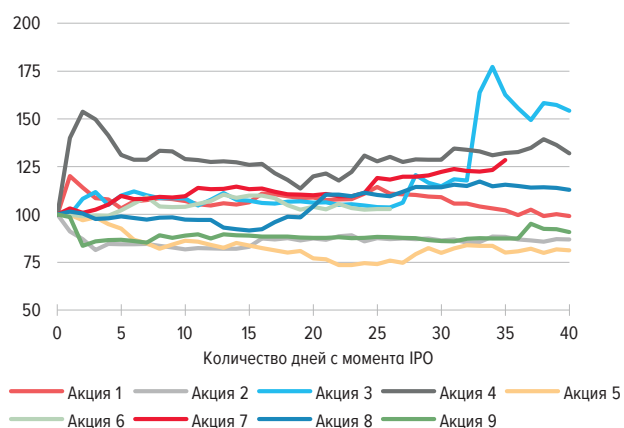
Примечание. Данные за ноябрь 2023 г. включают также размещение акций на внебиржевом рынке.
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа, данные эмитентов.

СТРУКТУРА ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ – ПОКУПАТЕЛЕЙ В IPO В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ВРЕМЕНИ, ПРОШЕДШЕГО С МОМЕНТА РЕГИСТРАЦИИ НА БИРЖЕ Рис. 41



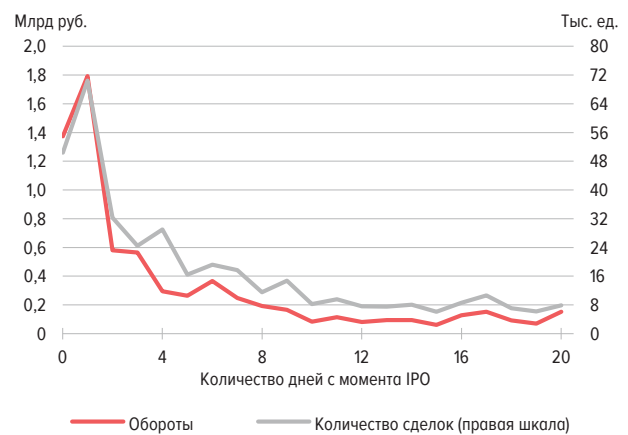
Примечание. При наличии нескольких брокерских счетов у одного физического лица его стаж определялся с момента открытия первого счета.
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

КОТИРОВКИ АКЦИЙ ПОСЛЕ IPO Рис. 42
(100 = ЦЕНА В ДЕНЬ IPO)



Примечание. Рассматривалась выборка из девяти IPO, прошедших в декабре 2022 г. – декабре 2023 года.
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

СРЕДНИЙ РАЗМЕР ОБОРОТОВ И КОЛИЧЕСТВА СДЕЛОК ПОСЛЕ IPO Рис. 43



Примечание. Рассматривались сделки в основном режиме торгов по девяти акциям, размещенным в декабре 2022 г. – декабре 2023 года.
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

7. РОСТ АКТИВНОСТИ В АКЦИЯХ ВТОРОГО И ТРЕТЬЕГО ЭШЕЛОНОВ

- Условия, сложившиеся в экономике в 2023 г., способствовали росту объемов сделок физических лиц с акциями второго и третьего уровней листинга. При этом повысилась ценовая волатильность таких инструментов.
- Наиболее активными как в торгах акциями второго и третьего эшелонов, так и на фондовом рынке в целом являлись розничные инвесторы со стажем от 1 года.
- Клиенты, для которых с момента открытия счета прошло более 3 лет, в 2023 г. были чистыми продавцами акций второго и третьего уровней листинга, со стажем от 1 до 3 лет – чистыми покупателями.
- Участие в торгах этими инструментами сопряжено с повышенными рисками, поэтому розничным инвесторам необходимо взвешенно подходить к выбору объектов инвестирования во избежание потери вложенных средств.

В 2023 г. физические лица продолжали доминировать в торгах на рынке акций. В среднем за год доля розничных инвесторов в оборотах по сделкам¹ достигла 82%. Количество уникальных активных инвесторов, совершавших сделки с акциями хотя бы один раз в месяц, в течение года составляло 1–1,6 млн лиц². В целом обороты на рынке акций выросли по сравнению с 2022 г. (3,2 трлн руб. против 1,3 трлн руб. в среднем за март – декабрь 2022 г.).

Одним из наиболее заметных трендов на фондовом рынке в отчетном году стал рост интереса к акциям второго и третьего уровней листинга. Этому могло способствовать отсутствие новых инвестиционных идей (в частности, из-за инфраструктурных рисков инвестирования в иностранные активы), ослабление рубля, а также рост инфляционных ожиданий. Так, в поисках повышенной доходности физические лица заключали сделки не только с популярными акциями первого эшелона, но и с более рисковыми акциями второго и третьего уровней листинга. Требования к эмитенту, раскрытию информации, объему free-float, а также дневному медианному объему торгов для второго уровня листинга являются менее строгими по сравнению с первым (высшим котировальным списком), а для третьего отсутствуют вовсе. Таким образом, эти бумаги могут рассматриваться в качестве объектов для спекулятивных сделок из-за специфики их ценообразования, связанной с доступностью информации³.

Количество сделок и объем торгов акциями третьего уровня листинга в месячном выражении значительно выросли в начале 2023 г. и достигли пика в августе – сентябре. Повышенные значения показателей в середине – конце III квартала также наблюдались по акциям второго эшелона. Доля второго и третьего уровней листинга в оборотах по рынку акций в отдельные месяцы достигала 10–12 и 17–22% соответственно (рис. 44). Рост объемов торгов акциями за пределами первого эшелона произошел в основном за счет физических лиц, доля которых в оборотах составляла 80–90%.

Операции розничных инвесторов способствовали резкому росту оборотов и сокращению спредов в этих инструментах. В течение 2023 г. уровни спредов bid-ask⁴ в целом были ниже относительно предыдущего года, несмотря на колебания в отдельные месяцы (рис. 45). Опера-

¹ Здесь и далее под оборотами понимается сумма сделок покупки и продажи.

² Показатель рассчитывался как количество клиентов брокеров на Московской Бирже с уникальными паспортными данными.

³ Сделки, которые разгоняют цены малоизвестных акций, в том числе в результате обсуждения в telegram-каналах и на форумах инвесторов, Банк России может классифицировать как манипулирование рынком.

⁴ Рассчитывались за каждый день по каждому инструменту как разница между ценами предложения и спроса, деленная на среднее значение между ценами предложения и спроса (на закрытии торгов). Итоговое значение – среднее за месяц из дневных значений.

чиваемость акций⁵ несколько возросла по сравнению с прошлым годом, достигнув максимума в феврале для акций третьего эшелона (рис. 46).

Однако в 2023 г. повысилась и волатильность цен акций (рис. 47). Решения, принимаемые розничными инвесторами, носят менее фундаментальный и более эмоциональный характер, что в условиях доминирования физических лиц на рынке приводит к значительным колебаниям цен.

В структуре оборотов торгов акциями из всех уровней листинга преобладали розничные инвесторы, открывшие счета более 3 лет назад. Вторая крупнейшая категория – клиенты со стажем 1–3 года. По итогам 2023 г. доли обеих групп несколько выросли относительно прошлогодних значений (рис. 48). Это произошло за счет уменьшения долей начинающих инвесторов (со стажем до 1 года).

В целом нетто-покупки акций второго и третьего уровней листинга розничными инвесторами в 2023 г. в основном режиме торгов составили 11,3 млрд рублей. При этом поведение физических лиц (совершение преимущественно покупок/продаж) различалось в зависимости от стажа. Так, за год инвесторы со стажем от 3 лет совершили нетто-продажи акций второго и третьего эшелонов на сумму 9,6 млрд руб., со стажем 1–3 года – нетто-покупки на 13,5 млрд рублей. Остальные категории инвесторов по итогам года также выступили чистыми покупателями этих инструментов (рис. 49).

Стоит отметить, что большая часть розничных инвесторов совершает сделки с акциями первого уровня листинга. Количество уникальных участников торгов этими инструментами в месячном выражении на протяжении 2023 г. превышало в 3–5 раз аналогичный показатель для второго и третьего эшелонов по отдельности. Так, число уникальных клиентов в акциях первого уровня листинга не опускалось ниже 1 млн лиц (за исключением января 2023 г.), а на пике – превзошло 1,5 миллиона. По другим уровням количество уникальных клиентов находилось в диапазоне 200–500 тыс. лиц⁶.

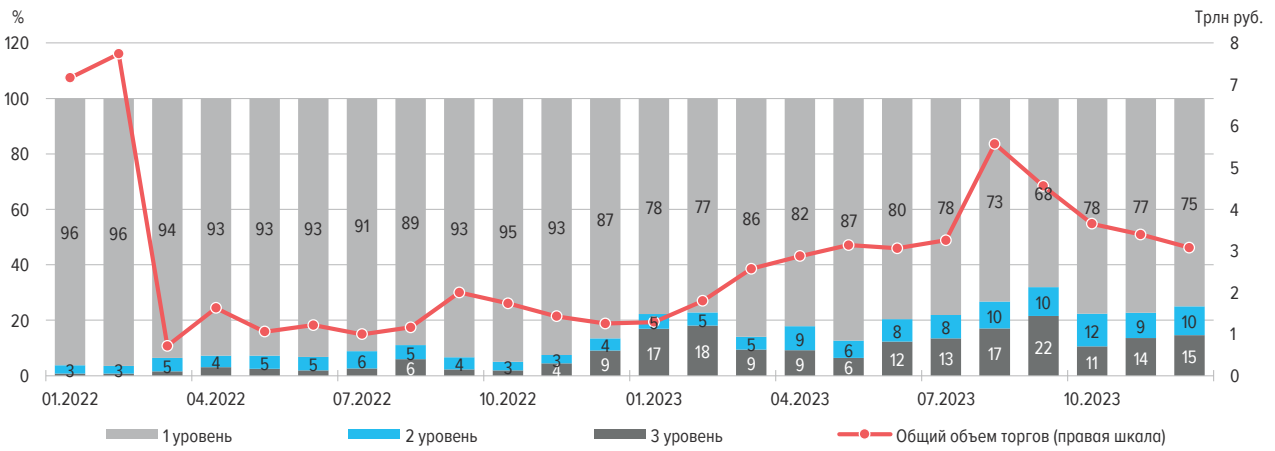
В то же время, несмотря на преобладание акций первого эшелона в сделках розничных инвесторов, физические лица стали активнее участвовать в операциях с акциями малоизвестных эмитентов. Это косвенно подтверждает вывод о том, что основным мотивом розничных инвесторов является заработок на спекулятивном росте цены в краткосрочной перспективе. Однако высокая волатильность может сыграть не в пользу инвестора и привести к последующей продаже акций ниже цены покупки. Так, Банк России и ПАО Московская Биржа в сентябре 2023 г. приняли дополнительные [меры](#), направленные на защиту инвесторов. Розничным инвесторам следует более обоснованно подходить к выбору объектов для инвестирования, чтобы избежать возможных убытков.

⁵ Рассчитывалась за каждый день по каждому инструменту как доля объема дневных торгов в капитализации. Итоговое значение – среднее за месяц из дневных значений.

⁶ С учетом возможных пересечений (один и тот же клиент мог заключать сделки с акциями различных уровней).

ДОЛИ АКЦИЙ РАЗЛИЧНЫХ УРОВНЕЙ ЛИСТИНГА В ОБОРОТАХ И ОБЩИЙ ОБЪЕМ ТОРГОВ

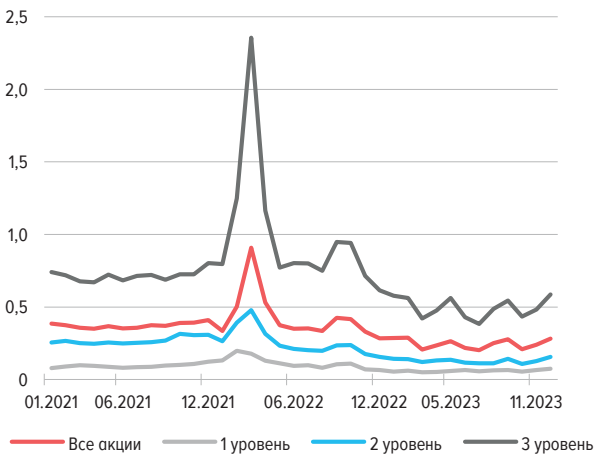
Рис. 44



Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

ВІD-АSK СПРЕД ПО УРОВНЯМ АКЦИЙ (%)

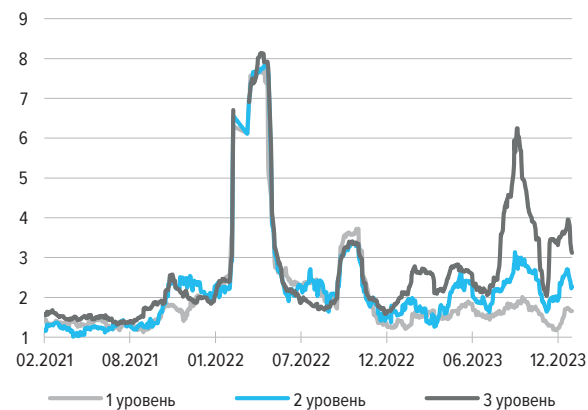
Рис. 45



Примечание. Учитывались сделки только в основном режиме торгов.
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

ЦЕНОВАЯ ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ПО УРОВНЯМ АКЦИЙ (%)

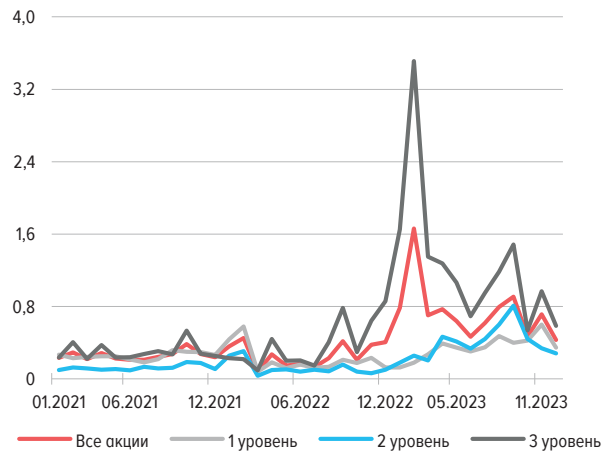
Рис. 47



Примечание. Учитывались сделки только в основном режиме торгов. Использовано скользящее медианное значение стандартного отклонения дневных изменений цен за 30 дней.
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

ОБОРАЧИВАЕМОСТЬ ПО УРОВНЯМ АКЦИЙ (%)

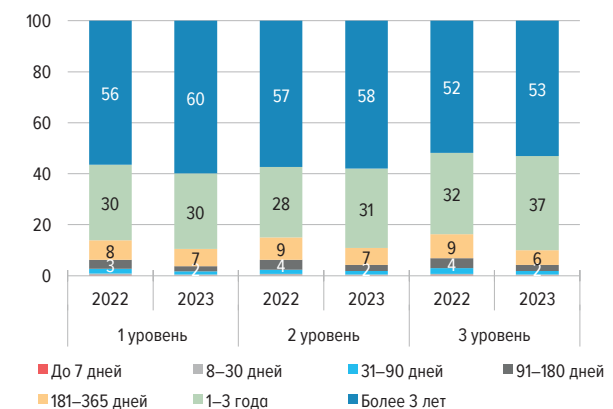
Рис. 46



Примечание. Учитывались сделки только в основном режиме торгов.
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

СТРУКТУРА ОБОРОТОВ ТОРГОВ АКЦИЯМИ ПО ЭШЕЛОНАМ В РАЗРЕЗЕ СТАЖА РОЗНИЧНЫХ ИНВЕСТОРОВ (%)

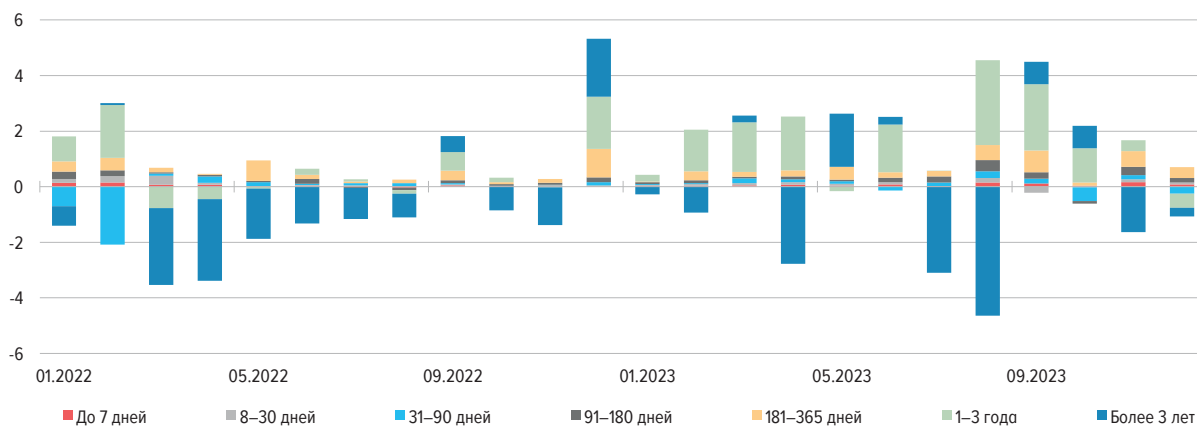
Рис. 48



Примечание. При наличии нескольких брокерских счетов у одного физического лица его стаж определялся с момента открытия первого счета.
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

НЕТТО-ПОКУПКИ (+) И НЕТТО-ПРОДАЖИ (-) АКЦИЙ ВТОРОГО И ТРЕТЬЕГО ЭШЕЛОНОВ В РАЗРЕЗЕ СТАЖА ИНВЕСТОРОВ – ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ (МЛРД РУБ.)

Рис. 49



Примечание. При наличии нескольких брокерских счетов у одного физического лица его стаж определялся с момента открытия первого счета. Учитывались сделки только в основном режиме торгов.
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

ВДО – высокодоходные облигации

ДКП – денежно-кредитная политика

КО – кредитная организация

НПФ – негосударственный пенсионный фонд

НФО – некредитная финансовая организация

ОПЕК+ – Организация стран – экспортеров нефти и сотрудничающие с ней государства

ОФЗ – облигации федерального займа

ОФЗ-ИН – облигации федерального займа с номиналом, индексируемым на инфляцию

ОФЗ-ПД – облигации федерального займа с постоянным купонным доходом

ОФЗ-ПК – облигации федерального займа с плавающим купоном

ПИФ – паевой инвестиционный фонд

ПУ – профессиональные участники рынка ценных бумаг

ПФИ – производный финансовый инструмент

СЗКО – системно значимые кредитные организации

EURIBOR (от англ. Euro Inter-Bank Offered Rate) – «эталонная» процентная ставка, представляющая собой среднюю процентную ставку по необеспеченным межбанковским кредитам в евро на европейском денежном рынке. Рассчитывается на различные сроки (1 неделя, 1 месяц, 3 месяца, 6 месяцев, 1 год)

IPO (от англ. Initial Public Offering) – первичное публичное размещение акций акционерного общества

LIBOR (от англ. London Inter-Bank Offered Rate) – «эталонная» процентная ставка, представляющая собой среднюю процентную ставку по необеспеченным межбанковским кредитам в Лондоне. Рассчитывается в пяти валютах (USD, EUR, GBP, JPY, CHF) на различные сроки (овернайт, 1 неделя, 1 месяц, 2 месяца, 3 месяца, 6 месяцев, 1 год)

RUONIA (от англ. Ruble Overnight Index Average) – «эталонная» процентная ставка, представляющая собой взвешенную процентную ставку по необеспеченным межбанковским кредитам (депозитам) в рублях на условиях овернайт

SPO (от англ. Secondary Public Offering) – вторичное публичное размещение акций акционерного общества, в рамках которого неограниченному кругу инвесторов предлагаются выпущенные ранее бумаги, не находящиеся в свободном обращении