



Банк России



Декабрь 2024 –
январь 2025 года

ОБЗОР РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Информационно-аналитический материал

Москва
2025

РЕЗЮМЕ

По итогам декабря – января рубль укрепился относительно доллара США (на 9,0%) и юаня (на 9,2%). При этом за тот же период индекс доллара США (DXY) вырос на 2,5%, что говорит об общем укреплении доллара США относительно других валют. Укрепление рубля происходило на фоне адаптации участников рынка к новой структуре расчетов по внешнеторговым операциям после волатильности, вызванной очередными санкциями, наложенными на кредитные организации в ноябре. Кроме того, крупнейшие экспортеры в декабре нарастили продажи валютной выручки: их объем составил 13,2 млрд долл. США при среднем показателе в 2024 г. – 11,9 млрд долл. США. Кредитные организации минимизировали объем привлекаемых юаней на свопах ввиду временного сокращения ликвидности на рынке в декабре. В январе 2025 г. юаневые ставки на свопах становились отрицательными.

После решения Банка России сохранить ключевую ставку на уровне 21% доходности ОФЗ перешли к снижению. В среднем кривая доходностей ОФЗ в декабре – январе снизилась на 208 базисных пунктов. На вторичных биржевых торгах наибольшие продажи ОФЗ осуществляли кредитные организации: на СЗКО пришлось нетто-продажи на 76,4 млрд руб., на прочие кредитные организации – на 28 млрд рублей. Спрос на государственный долг продолжали поддерживать НФО и розничные инвесторы. В 2024 г. ОФЗ-ПД оставались наиболее торгуемыми ценными бумагами, при этом наибольший объем торгов приходился на кредитные организации. Крупные размещения ОФЗ на аукционах в декабре (на два выпуска с переменным купоном пришлось 2 трлн руб.) позволили Минфину России успешно выполнить план на 2024 г. – всего за год было размещено ОФЗ на 4,4 трлн руб. по номиналу. При этом именно ОФЗ-ПК в портфеле кредитных организаций смягчили отрицательную переоценку на фоне роста процентных ставок в экономике. По итогам 2024 г. отрицательная переоценка торгового портфеля ОФЗ составила 573,6 млрд руб., непризнанная переоценка (портфель до погашения) возросла до 500 млрд рублей.

Несмотря на высокие процентные ставки, в 2024 г. рынок корпоративных облигаций увеличился на 5,52 трлн руб. (23,1%). Рост объема замещающих облигаций составил 701 млрд руб., юаневых облигаций – 630 млрд рублей. Также в 2024 г. наблюдалось расширение спредов между бумагами эмитентов разного кредитного качества. Кроме того, расширялся bid-ask спред корпоративных облигаций, пиковые значения пришлось на период ноябрьских санкций на ряд кредитных организаций. Высокая доля ценных бумаг с переменным купоном (34,1% от всего портфеля корпоративных облигаций) смягчила эффект от отрицательной переоценки портфеля кредитных организаций. Всего за 2024 г. по торговому портфелю корпоративных облигаций отрицательная переоценка составила 163,1 млрд руб., по ценным бумагам, удерживаемым до погашения, возросла до 221 млрд рублей.

В конце 2024 г. на рынке акций сменился тренд: снижение Индекса МосБиржи, наблюдавшееся во второй половине 2024 г., прекратилось и по итогам декабря – января рост составил 14,4%. Основными причинами позитивных настроений на фондовом рынке стали неожиданное решение сохранить ключевую ставку на прежнем уровне и возможное ослабление геополитической напряженности. При этом рост наблюдался во всех отраслевых индексах. Также снизилась волатильность рынка акций – значение индекса RVI опустилось с 55,6 п. в начале декабря до 34,3 п. на конец января. Розничные инвесторы, которые совершают около 75% сделок (по объему), по итогам 2024 г. стали крупнейшими нетто-продавцами акций. За год чистые продажи населением акций российских компаний составили 113,9 млрд руб., из них 54,5 млрд руб. пришлось на декабрь 2024 года. Физические лица также активно участвовали в первичных размещениях акций российских компаний (IPO), которые проводились несмотря на трудности долевого финансирования в условиях привлекательности рублевых процентных инструментов. Всего за 2024 г. состоялось 15 IPO, общий объем которых составил 65 млрд руб., а доля розничных инвесторов на первичных размещениях находилась в диапазоне от 34 до 47%.

В 2024 г. золото продемонстрировало наибольшую рублевую доходность среди финансовых инструментов на российском рынке. Наибольшее снижение оказалось у индекса строительной отрасли. Тем не менее уже в начале 2025 г. этот показатель частично отыграл снижение.

СИТУАЦИЯ НА РОССИЙСКОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

Валютный рынок

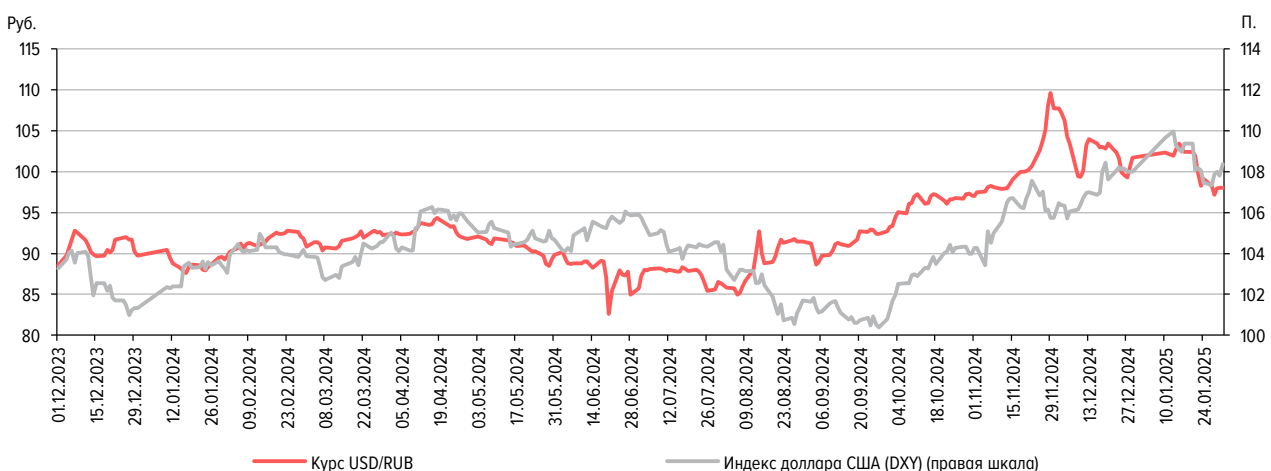
- После ослабления рубля на фоне ноябрьских санкций постепенно происходила адаптация российского рынка к изменению каналов расчетов по внешнеторговым операциям. В результате в декабре 2024 – январе 2025 г. национальная валюта укрепилась. По итогам 2 месяцев рубль укрепился относительно доллара США на 9,0%, до 98,01 руб.; относительно юаня – на 9,2%, до 13,37 рубля. Объем чистых продаж со стороны экспортеров возрос во второй половине декабря, в целом за декабрь – 13,2 млрд долл. США (в среднем за месяц в 2024 г. – 11,9 млрд долл. США).
- Волатильность курса национальной валюты привела к расширению спредов на покупку/продажу наличной иностранной валюты. В среднем они выросли с 2,80 руб. в ноябре до 4,07 руб. в декабре – январе по операциям с долларом США и с 2,15 до 3,27 руб. по операциям с евро.

Ослабление рубля, происходившее в конце ноября 2024 г. на фоне санкций на российский финансовый сектор, сменилось коррекцией и стабилизацией курса на отметке около 100 руб. за доллар США. В целом в декабре 2024 – январе 2025 г. колебания курсов основных иностранных валют относительно рубля находились в достаточно широком диапазоне: 10,3%¹ по доллару США и 9,4%² по юаню. По итогам 2 месяцев произошло общее укрепление национальной валюты: относительно доллара США – на 9,0%, до 98,01 руб.; относительно юаня – на 9,2%, до 13,37 рубля. Положительная динамика рубля наблюдалась несмотря на укрепление доллара США относительно основных мировых валют, за аналогичный период индекс доллара США (DXY) вырос на 2,5% (рис. 1).

Укрепление национальной валюты в декабре 2024 – январе 2025 г. происходило по мере постепенной адаптации участников рынка к новой структуре и каналам расчетов по внешнеторговым операциям, а также на фоне роста объема чистых продаж со стороны экспортеров во второй половине декабря. Увеличению чистых продаж, помимо прочего, способствовало отсутствие крупных погашений валютных обязательств нефинансовых компаний (в августе – ноябре 2024 г. для погашения валютных обязательств отдельные нефинансовые компании осуществляли покупки валюты).

ОФИЦИАЛЬНЫЙ КУРС USD/RUB И ИНДЕКС ДОЛЛАРА США (DXY)

Рис. 1



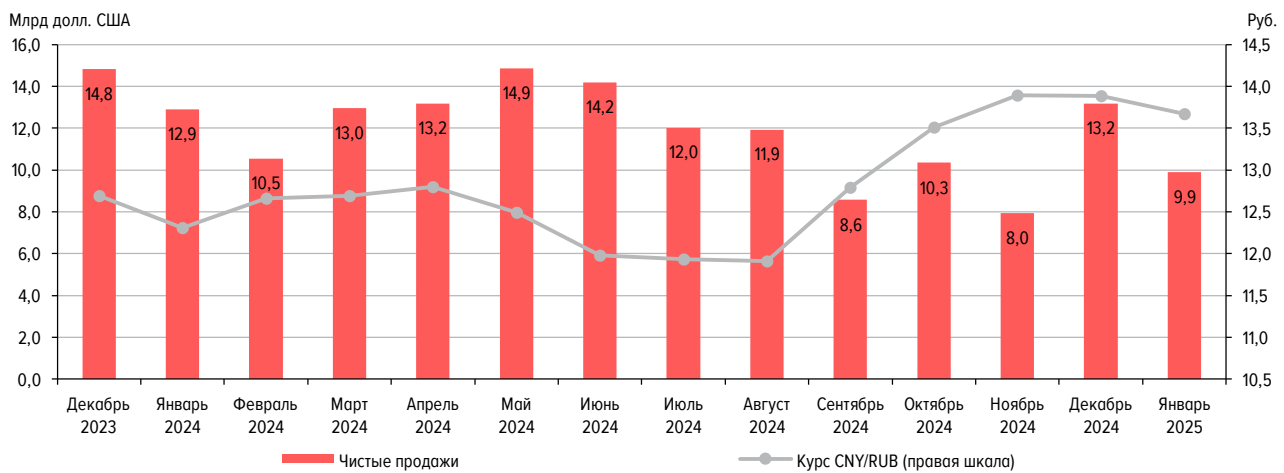
Источники: Банк России, Investing.com.

¹ Курс доллара США изменялся в диапазоне от 97,13 до 107,18 рубля.

² Курс юаня изменялся в диапазоне от 13,37 до 14,63 рубля.

ЧИСТЫЕ ПРОДАЖИ ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ КРУПНЕЙШИМИ ЭКСПОРТЕРАМИ* И СРЕДНЕМЕСЯЧНЫЙ ОФИЦИАЛЬНЫЙ КУРС CNY/RUB

Рис. 2



* По 29 крупнейшим экспортерам.

Источники: опрос кредитных организаций об объемах покупки/продажи иностранной валюты крупнейшими экспортерами, Банк России, ПАО Московская Биржа.

Чистые продажи 29 компаний из числа крупнейших российских экспортеров в декабре 2024 г. составили 13,2 млрд долл. США, увеличившись на 66% относительно предыдущего месяца за счет повышения продаж нефтегазовых компаний, которое было связано с разовым фактором. Среднедневные чистые продажи также увеличились на 66%, до 628 млн долл. США. В среднем за 2024 г. чистые продажи 29 крупнейших экспортеров достигли 11,9 млрд долл. США в месяц.

В январе 2025 г. чистые продажи рассматриваемых компаний составили 9,9 млрд долл. США, снизившись на 25% м/м, что является сезонным эффектом (за 2021–2025 гг. в среднем сокращение в январе относительно декабря составляло 25%). Среднедневные чистые продажи сократились на 7% и составили 582 млн долл. США. При этом показатель сопоставим с тем, который наблюдался во второй половине прошлого года (за июль – декабрь 2024 г. чистые продажи экспортеров составляли в среднем 10,7 млрд долл. США в месяц).

Сезонное сокращение чистых продаж в январе относительно декабря предыдущего года объясняется как меньшим количеством рабочих дней в январе по сравнению с декабрем, так и рядом других факторов, таких как сроки зачисления экспортной выручки, налоговые выплаты и прочее.

Отношение чистых продаж иностранной валюты к валютной экспортной выручке крупнейших экспортеров в ноябре 2024 г. составило 76%, уменьшившись на 6 п.п. относительно октября (табл. 1).

ОТНОШЕНИЕ ЧИСТЫХ ПРОДАЖ ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ К ВАЛЮТНОЙ ЭКСПОРТНОЙ ВЫРУЧКЕ РОССИЙСКИХ ЭКСПОРТЕРОВ*

Табл. 1

| | 01.2024 | 02.2024 | 03.2024 | 04.2024 | 05.2024 | 06.2024 | 07.2024 | 08.2024 | 09.2024 | 10.2024 | 11.2024 |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 29 крупнейших российских компаний-экспортеров | 91 | 82 | 96 | 104 | 107 | 115 | 83 | 88 | 60 | 82 | 76 |

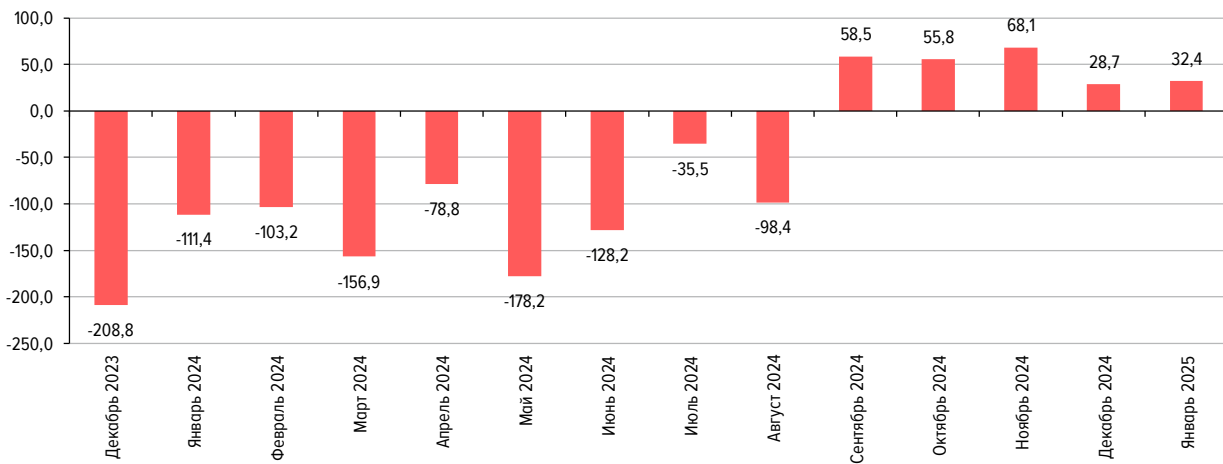
* Значение показателя ежемесячно корректируется в связи с актуализацией данных из контрактов, поставленных уполномоченными банками на учет, в соответствии с Инструкцией Банка России от 16.08.2017 № 181-И «О порядке представления резидентами и нерезидентами уполномоченным банкам подтверждающих документов и информации при осуществлении валютных операций, о единых формах учета и отчетности по валютным операциям, порядке и сроках их представления».

Источники: опрос кредитных организаций и данные из контрактов, поставленных уполномоченными банками на учет, в соответствии с Инструкцией Банка России от 16.08.2017 № 181-И.

Население продолжило больше продавать иностранную валюту, чем покупать: суммарно в декабре 2024 г. и январе 2025 г. – 28,7 и 32,4 млрд руб. соответственно. Это ниже, чем их нетто-продажи осенью 2024 г. (в среднем – 60,8 млрд руб. в месяц) (рис. 3). При этом

НЕТТО-ПОКУПКИ (-) / ПРОДАЖИ (+) ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ ФИЗИЧЕСКИМИ ЛИЦАМИ
(МЛРД РУБ.)

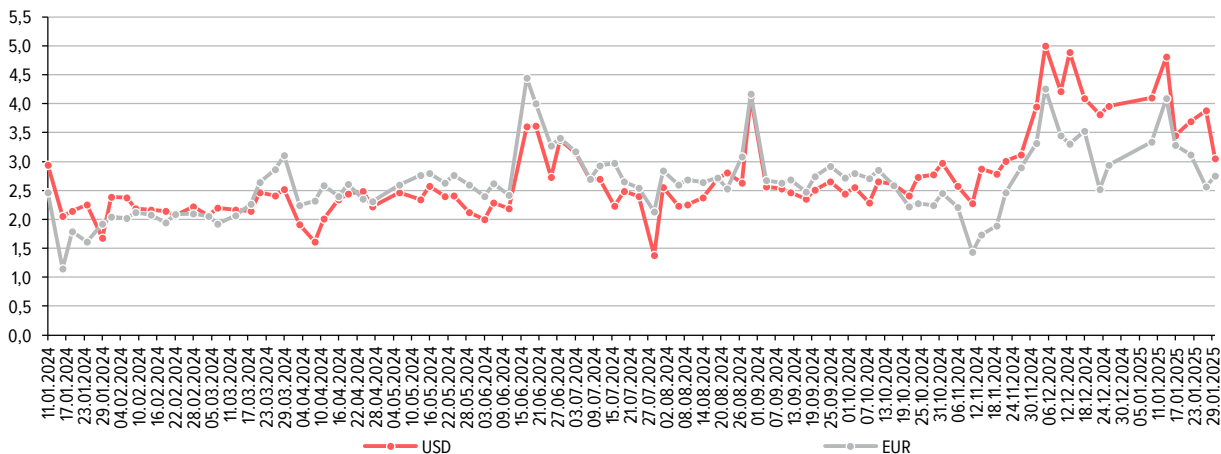
Рис. 3



Источники: ПАО Московская Биржа, опрос крупнейших банков, форма отчетности 0409701.

РАЗНИЦА МЕЖДУ ЦЕНАМИ ПОКУПКИ И ПРОДАЖИ ВАЛЮТЫ В БАНКАХ НА РЫНКЕ НАЛИЧНОЙ ВАЛЮТЫ
(РУБ.)

Рис. 4



Источники: форма отчетности 0409601.

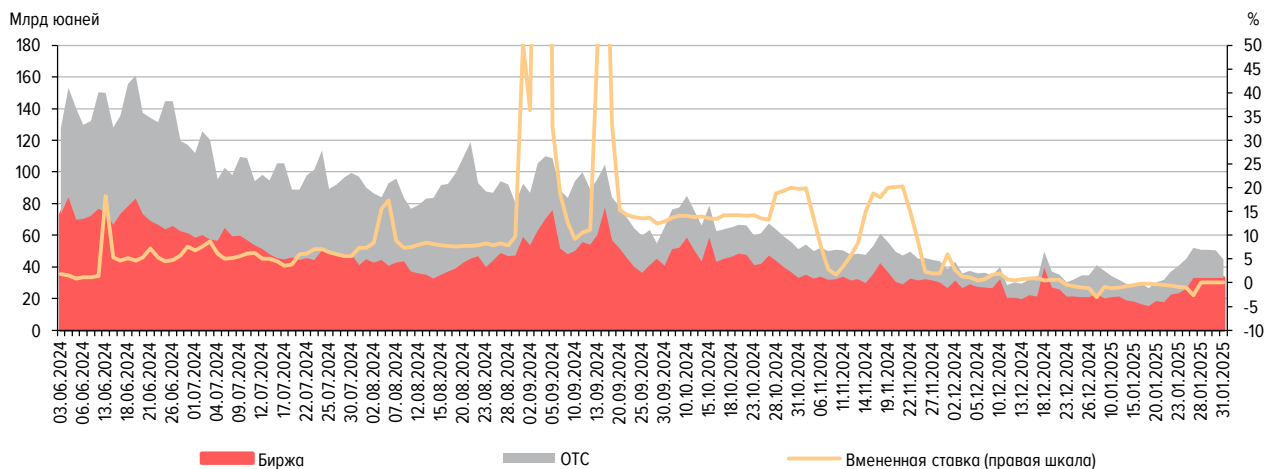
в целом в 2024 г. физические лица стали нетто-покупателями иностранной валюты на сумму 679,4 млрд рублей. Покупки приходились на период с января по август, когда рубль был относительно стабильным и в отдельные месяцы укреплялся. При ослаблении рубля физические лица перешли к нетто-продажам.

Волатильность на валютном рынке в декабре 2024 г. привела к расширению спредов на покупку/продажу наличной иностранной валюты. В среднем по операциям с долларом США они выросли с 2,80 руб. в ноябре до 4,07 руб. в декабре – январе; по операциям с евро – с 2,15 до 3,27 руб. (в среднем в 2024 г. спред находился на уровне 2,63 и 2,60 руб. соответственно) (рис. 4).

В декабре наблюдалось временное снижение ликвидности на рынке валютных свопов, что стало одним из последствий введения санкций на 52 кредитные организации в ноябре. Тем не менее ряд банков смог в IV квартале постепенно сократить свои открытые валютные позиции и минимизировать объем привлекаемых юаней на свопах. При этом юаневые ставки в январе периодически становились отрицательными.

ОБЪЕМ ОТКРЫТЫХ ПОЗИЦИЙ ПО ВАЛЮТНЫМ СВОПАМ CNY/RUB НА БИРЖЕВОМ И ВНЕБИРЖЕВОМ РЫНКАХ И ВМЕНЕННАЯ СТАВКА* ПО ЮАНИЯМ

Рис. 5



* Вмененная ставка рассчитана на основе средневзвешенных биржевых данных за полный день.
Источники: ПАО Московская Биржа, НКО АО НРД, расчеты Банка России.

Рынок ОФЗ

- На рынке ОФЗ в декабре 2024 – январе 2025 г. наблюдалась положительная динамика. Доходности в среднем по кривой опустились на 208 б.п., при этом основное снижение происходило на ближнем конце кривой на фоне решения Банка России сохранить ключевую ставку на уровне 21%. Оно стало неожиданным для участников рынка, предполагавших, что ставка возрастет. В январе, однако, доходности вернулись к небольшому повышению – в среднем на 39 базисных пунктов.
- Размещение в декабре двух выпусков ОФЗ-ПК на общую сумму 2 трлн руб. позволило Минфину России выполнить план заимствований на 2024 год. При этом уже в январе 2025 г. ведомство вернулось к небольшим объемам размещения ценных бумаг с фиксированным купоном.
- Крупнейшие продажи в декабре – январе на вторичном рынке ОФЗ в последние 2 месяца, как и большую часть 2024 г., совершали кредитные организации, а покупки – НФО (в рамках доверительного управления и за счет собственных средств) и розничные инвесторы. В целом в 2024 г. больше половины объема вторичных торгов ОФЗ пришлось на кредитные организации.

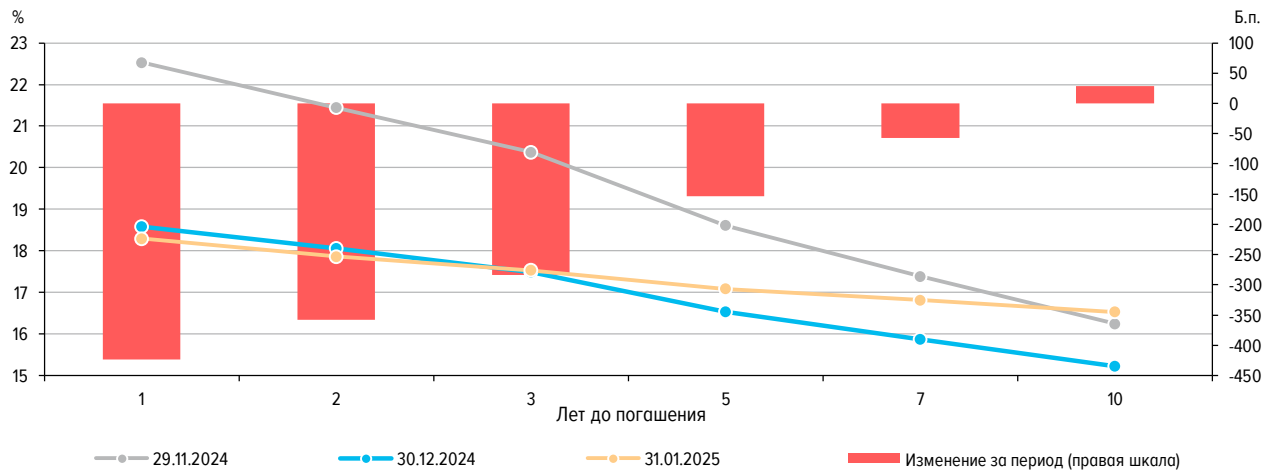
В декабре 2024 г. доходности ОФЗ на всех сроках перешли к снижению, незначительно увеличившись в январе 2025 г., и за прошедшие 2 месяца в среднем по кривой доходности опустились на 208 базисных пунктов. Основное снижение пришлось на короткие сроки (от 1 до 3 лет) и составило 355 б.п. (рис. 6). Это происходило после решения Банка России сохранить ключевую ставку на уровне 21%, в то время как участники рынка ожидали ее повышения (в день декабрьского заседания Совета директоров Банка России доходности ОФЗ упали в среднем на 149 б.п.).

Несмотря на снижение доходностей в декабре, в целом за 2024 г. они показали значительный рост в условиях устойчивой инфляции и ужесточения ДКП, а также на фоне выпуска Минфином России нового долга для финансирования бюджетного дефицита. Рост наблюдался как на ближнем участке кривой, так и на дальнем: на коротких сроках рост доходностей составил от 5,4 до 5,8 п.п., на средних и длинных – от 3,4 до 4,8 процентного пункта.

В январе доходности незначительно выросли в среднем по кривой ОФЗ на 39 базисных пунктов. Наибольший рост показал дальний конец кривой: доходности ОФЗ на сроках 7 и 10 лет поднялись на 94 и 131 б.п. соответственно.

КРИВАЯ ДОХОДНОСТЕЙ ОФЗ И ИЗМЕНЕНИЕ ДОХОДНОСТЕЙ ЗА ПЕРИОД

Рис. 6



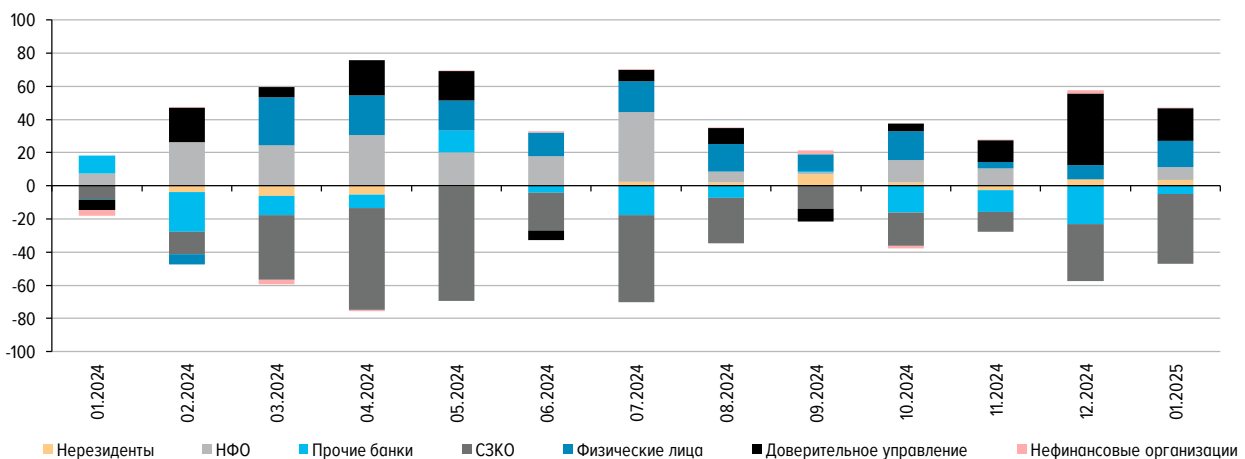
Источник: ПАО Московская Биржа.

Среднедневной объем торгов ОФЗ на вторичном рынке в декабре и январе³ повысился и составил 20,3 и 22,3 млрд руб. соответственно (в ноябре – 13,1 млрд руб. в день). В основном повышение наблюдалось в отдельные дни, когда объемы превышали 35 млрд руб. в день. В целом за 2024 г. средний объем торгов ОФЗ держался на уровне 17,1 млрд руб. в день.

Основные продажи на вторичном рынке в последние 2 месяца, как и весь 2024 г., совершали системно значимые кредитные организации (СЗКО), которые суммарно в декабре – январе продали ОФЗ на 76,4 млрд руб. (в среднем за 2024 г. чистые продажи составляли 31,2 млрд руб. в месяц). Крупными продавцами также продолжают оставаться банки, не относящиеся к СЗКО. Они реализовали ОФЗ за последние 2 месяца на 28,0 млрд руб. (рис. 7). Остальные участники торгов осуществляли нетто-покупки. Крупнейшими покупателями в декабре – январе были НФО в рамках доверительного управления, которые купили ОФЗ на 63,2 млрд рублей. Спрос на ОФЗ также предъявляли физические лица: объемы их покупок выросли по сравнению с ноябрем (4,1 млрд руб.) и составили 8,3 и 15,9 млрд руб. в декабре и январе соответственно. Таким

ПОКУПКИ/ПРОДАЖИ ОФЗ ПО КАТЕГОРИЯМ УЧАСТНИКОВ
(МЛРД РУБ.)

Рис. 7

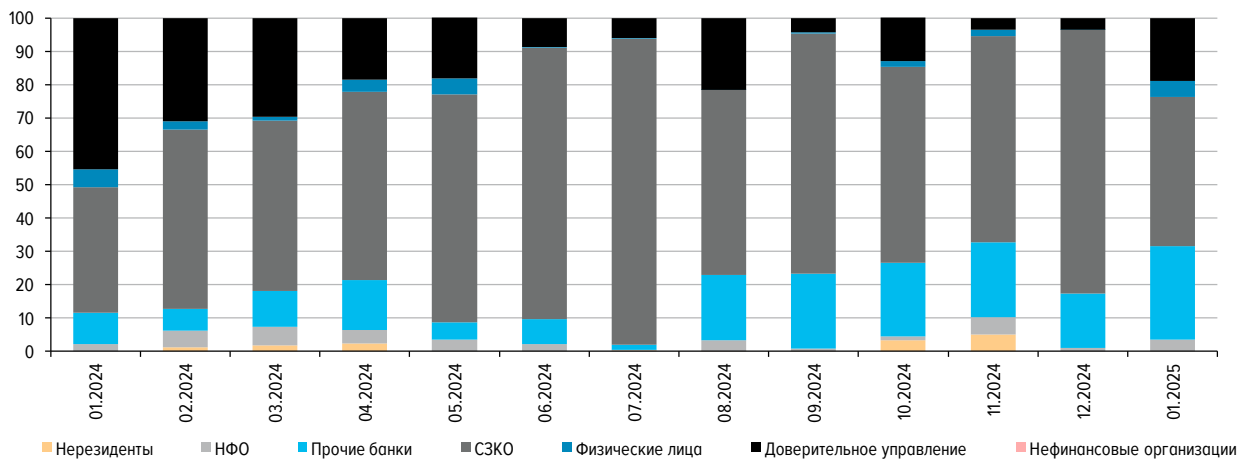


Источник: ПАО Московская Биржа.

³ Из расчета среднедневного оборота исключаются торги 30 декабря 2024 г., 3, 6 и 8 января 2025 года.

ПОКУПКИ НА АУКЦИОНАХ ОФЗ ПО КАТЕГОРИЯМ УЧАСТНИКОВ (%)

Рис. 8



Источник: ПАО Московская Биржа.

образом, относительно средних объемов в 2024 г. (12,9 млрд руб. в месяц) розничные инвесторы увеличили темпы покупок в январе 2025 года.

В 2024 г. около половины валового объема вторичных биржевых торгов ОФЗ пришлось на кредитные организации, которые преимущественно торговали в сегменте ОФЗ-ПД (доля СЗКО в торгах этим типом ценных бумаг составила 26%, доля прочих банков – 25%). СЗКО также активно торговали ОФЗ-ПК, на них пришлось 582 млрд руб., или половина от общей суммы торгов ОФЗ-ПК в 2024 г. (табл. П-1).

За 2024 г. Минфин России разместил ОФЗ на аукционах на 4,4 трлн руб. по номиналу, перевыполнив годовой план заимствований. При этом половина размещенного объема пришлось на IV квартал – 2,4 трлн руб., из них 2 трлн руб. – это два выпуска ОФЗ с плавающим купоном, размещенные в декабре 2024 г. (рис. П-3).

В январе размещали только ОФЗ-ПД на общую сумму 121,0 млрд руб. по номиналу, что составило 12,1% от плана на I квартал 2025 г. (суммарно Минфин России планирует разместить 1 трлн руб.). Наибольший объем ОФЗ на аукционах в декабре и январе выкупили СЗКО, на долю которых пришлось 79,1 и 44,7% всех покупок соответственно. Кредитные организации, не являющиеся СЗКО, выкупили 16,2 и 28,1% всего объема за последние 2 месяца (рис. 8).

Совокупно выкуп на аукционах и продажи на вторичных биржевых торгах ОФЗ со стороны СЗКО по итогам декабря и января составили 1,5 трлн руб. (в среднем в 2024 г. – 198,3 млрд руб. в месяц). В основном СЗКО покупали ОФЗ-ПК на аукционах и продавали ОФЗ-ПД на вторичных торгах.

Основными держателями ОФЗ по-прежнему остаются кредитные организации. За 2024 г. объем их вложений в ОФЗ вырос на 2,5 трлн руб. (18,9% в относительном выражении), из которых 2,1 трлн руб. пришлось на ОФЗ-ПК. Совокупный объем ОФЗ в портфелях банков на конец года достиг 15,8 трлн руб. по номиналу, что составило 7,9% от активов банковского сектора. Это по-прежнему невысокий показатель относительно значения во многих странах. Для сравнения: в США этот показатель составляет 18,7%, в Португалии – 14,9%, в Италии – 12,2%, в Польше – 16,3%, в Венгрии – 14,1%.

Рост доходностей ОФЗ в 2024 г. привел к увеличению отрицательной переоценки торгового портфеля ОФЗ банковского сектора на 573,6 млрд руб. (рис. П-1), что составило 15,1% от прибыли банковского сектора за 2024 год. При этом снижение доходностей ОФЗ в ноябре и декабре

сократило объем годовой отрицательной переоценки на 55 и 200 млрд руб. соответственно. Непризнанная отрицательная переоценка портфеля ОФЗ, удерживаемых до погашения, за год выросла на 225 млрд руб. (в ноябре – декабре снизилась на 235 млрд руб.), ее суммарная величина достигла 500 млрд руб. (рис. П-2). Несмотря на существенный объем отрицательной переоценки ОФЗ в 2024 г., в относительном выражении она составила всего 4,9% от торгового портфеля ОФЗ, возросла до 12,1% от неторгового портфеля ОФЗ и не создавала риска для финансовой стабильности.

Рынок корпоративных облигаций

- За 2024 г. объем рынка корпоративных облигаций (по непогашенному номиналу) вырос на 5,52 трлн руб. (на 23,1% в относительном выражении), в основном за счет новых выпусков институтов развития и государственных агентств, а также эмитентов из нефтегазовой отрасли. Значимый рост наблюдался и на рынках юаневых и замещающих облигаций – за год он составил 630 и 701 млрд руб., или 35,2 и 29,7% от текущих объемов в обращении соответственно.
- В течение 2024 г. и в январе 2025 г. основными нетто-продавцами на биржевом рынке корпоративных облигаций выступали СЗКО, поддержку рынку оказывали НФО за счет собственных средств и в рамках доверительного управления, а также физические лица. Наибольшим спросом пользовались облигации, выпущенные эмитентами из банковской отрасли и нефтегазового сектора.
- Индикативная доходность корпоративных облигаций (RUCBTRNS) в декабре впервые с начала 2024 г. уменьшилась (на 319 б.п., до 22,13%), а в январе показала небольшой рост (на 29 б.п., до 22,42%). При этом доходности на рынке ОФЗ с сопоставимой дюрацией снижались 2 месяца подряд: в декабре – на 338 б.п., в январе – на 20 базисных пунктов. Спред между доходностями корпоративных облигаций и ОФЗ к концу января 2025 г. расширился до 456 базисных пунктов.
- В 2024 г. расширились спреды между облигациями различных рейтинговых групп за счет опережающего роста доходности бумаг с низким кредитным качеством. Однако после решения регулятора сохранить ставку на уровне 21% в декабре 2024 г. доходности начали снижаться, при этом сужение спредов произошло лишь в январе 2025 года.

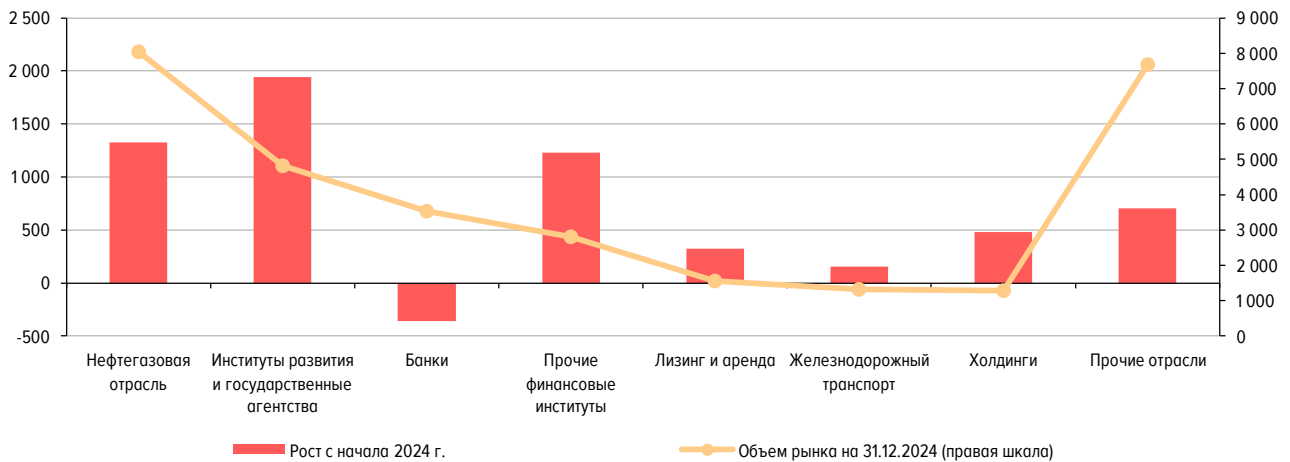
В декабре 2024 г. объем рынка корпоративных облигаций (по непогашенному номиналу) увеличился на 1,09 трлн руб. (3,8% в относительном выражении), до 29,42 трлн руб. (рис. П-3).

В целом в 2024 г. объем рынка корпоративных облигаций по непогашенному номиналу вырос на 5,52 трлн руб., или 23,1% в относительном выражении. Основной рост происходил за счет облигаций институтов развития и государственных агентств, разместивших ценные бумаги на общую сумму 1,94 трлн руб. (33,5% от всего размещенного объема ценных бумаг), две трети из которых пришлось на ипотечные облигации. Тем не менее основной объем этого размещения пришелся не на рыночный спрос, а на кредитные организации, являющиеся оригинаторами этих выпусков ценных бумаг. Помимо них, значимую роль в приросте объема рынка корпоративных облигаций сыграли эмитенты нефтегазовой отрасли и финансовые институты, разместившие бумаги на 1,33 и 1,23 трлн руб. соответственно (рис. 9).

В 2024 г. также происходило активное размещение юаневых и замещающих корпоративных облигаций. Суммарно за прошедший год юаневых облигаций было размещено на 630 млрд руб., что составило 35,2% от текущего объема рынка юаневых облигаций (1,8 трлн руб.). Три четверти прироста рынка пришлось на одного эмитента из нефтегазовой отрасли. При этом спрос в основном предъявляли кредитные организации. В целом на банковский сектор приходится 77%

ОБЪЕМ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РАЗБИВКЕ ПО КРУПНЕЙШИМ ОТРАСЛЯМ И ИХ ИЗМЕНЕНИЕ ЗА 2024 ГОД (МЛРД РУБ.)

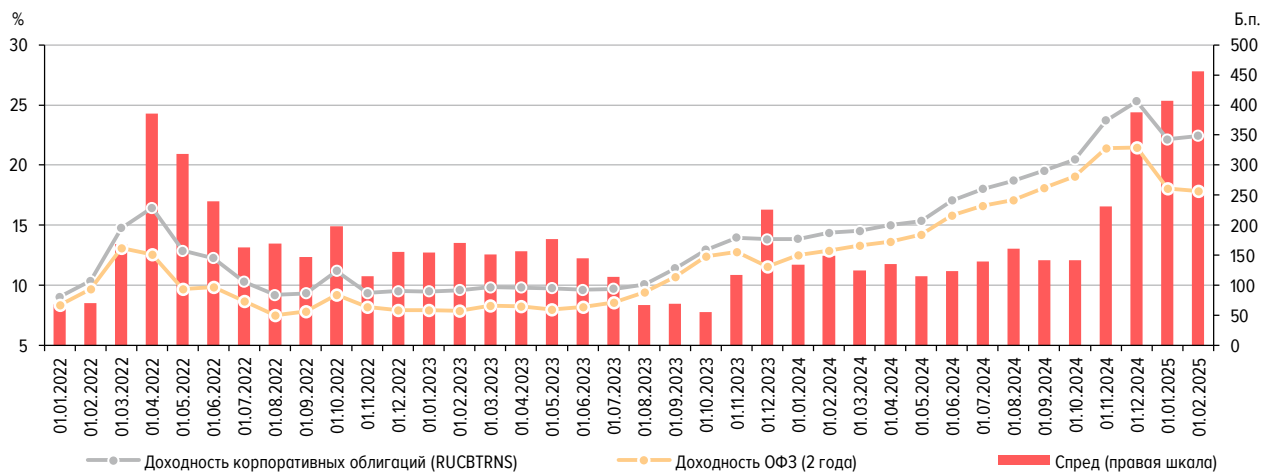
Рис. 9



Источник: Sbondz.

ДОХОДНОСТИ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ И ОФЗ С СОПОСТАВИМОЙ ДЮРАЦИЕЙ, СПРЕД ДОХОДНОСТЕЙ

Рис. 10



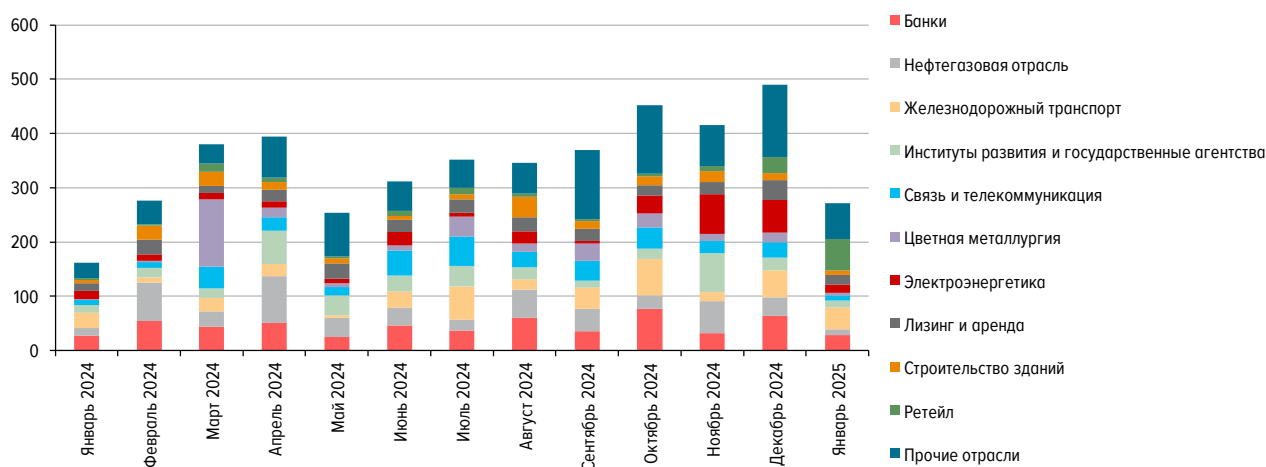
Источники: Sbondz, ПАО Московская Биржа.

владения выпусками 2024 года. На рынке замещающих облигаций годовой прирост составил 701 млрд руб., или 29,7% от текущего объема рынка (2,4 трлн руб.), четверть которого пришлась на эмитента из банковского сектора.

Индикативная доходность корпоративных облигаций (RUCBTRNS) в декабре впервые с начала 2024 г. снизилась на 319 б.п., до 22,13%. Аналогичная тенденция наблюдалась на рынке ОФЗ – доходность облигации с сопоставимой дюрацией тоже сократилась на 338 б.п. (рис. 10). В январе 2025 г. динамика доходности RUCBTRNS и ОФЗ сроком на 2 года стала разнонаправленной: доходности RUCBTRNS подросли на 29 б.п., в то время как доходности государственных бумаг уменьшились на 20 базисных пунктов. При этом четвертый месяц подряд на рынке наблюдается расширение спредов между индикативной доходностью корпоративных облигаций и ОФЗ. К началу декабря спред превысил максимальное за последние 2 года значение, а в конце января достиг 456 базисных пунктов. Суммарно за год доходность RUCBTRNS увеличилась на 828 б.п., а доходность сопоставимых ОФЗ – на 555 базисных пунктов.

**ОБОРОТ ТОРГОВ КОРПОРАТИВНЫМИ ОБЛИГАЦИЯМИ, НОМИНИРОВАННЫМИ В РУБЛЯХ,
НА ВТОРИЧНОМ РЫНКЕ В РАЗРЕЗЕ ОТРАСЛЕЙ ЭМИТЕНТОВ**
(МЛРД РУБ.)

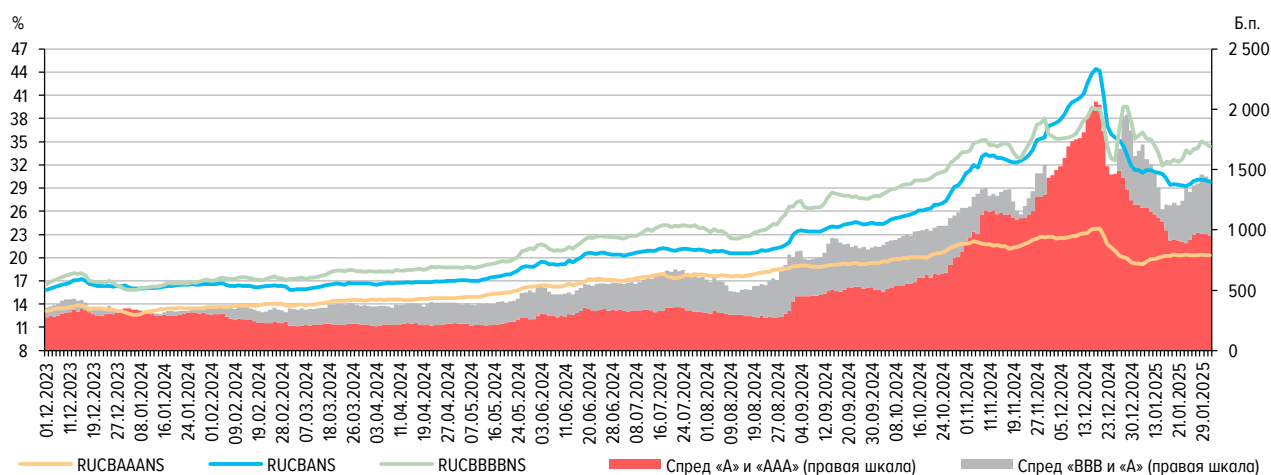
Рис. 11



Источники: Cbonds, ПАО Московская Биржа.

ДОХОДНОСТИ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ С РАЗЛИЧНЫМИ РЕЙТИНГАМИ* И СПРЕД ДОХОДНОСТЕЙ

Рис. 12



* Индексы доходностей корпоративных облигаций России, допущенных к обращению на Московской Бирже с дюрацией от 1 года и долгосрочным рейтингом кредитоспособности, присвоенным национальными рейтинговыми агентствами АКРА и Эксперт РА.

Источники: Cbonds.

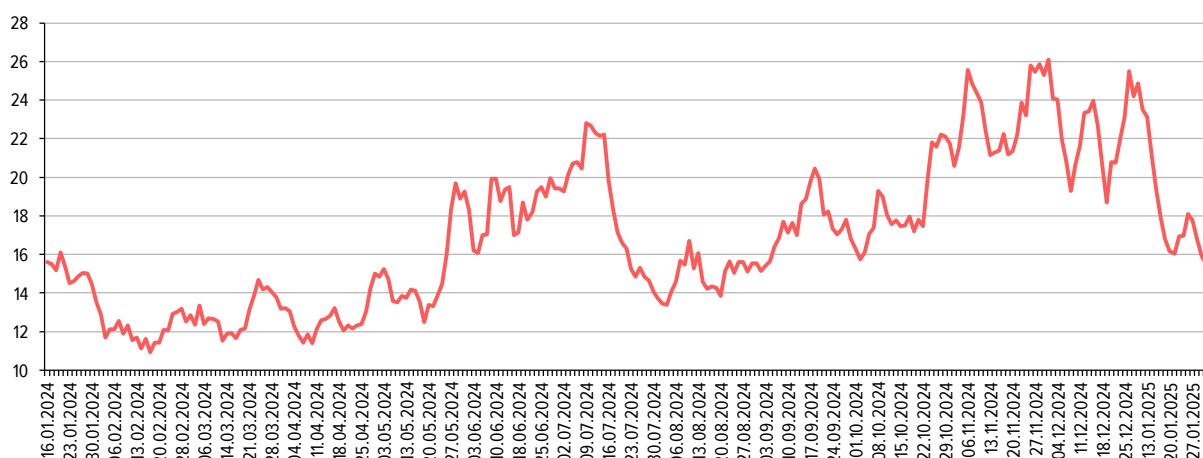
На вторичных биржевых торгах корпоративными облигациями в декабре – январе основными нетто-продавцами были СЗКО, прочие банки и нефинансовые организации, реализовавшие бумаг на 116,4; 15,2 и 13,3 млрд руб. соответственно. Покупали облигации преимущественно НФО за счет собственных средств и в рамках доверительного управления – на 66,1 и 35,6 млрд руб. соответственно. Помимо них, активный спрос на бумаги корпоративных компаний предъявляли розничные инвесторы, купив облигаций на 40,8 млрд рублей.

По итогам года суммарный месячный объем торгов на рынке корпоративных облигаций вырос, достигнув 565,2 млрд руб. в декабре 2024 г., что стало максимальным показателем с 2021 г. (среднедневной объем торгов в декабре⁴ составил 26,6 млрд руб.). Основными продавцами корпоративных облигаций в течение года выступали СЗКО, а поддержку рынку оказывали НФО за счет собственных средств и в рамках доверительного управления, а также частные инвесторы. Наиболее торгуемыми (по суммарным оборотам) оказались бумаги эмитентов банковской

⁴ Из расчета среднедневного объема торгов исключаются торги 30 декабря 2024 года.

ДИНАМИКА СКОЛЬЗЯЩЕГО СРЕДНЕГО (ПО 5 ПОСЛЕДНИМ ДНЯМ) BID-ASK СПРЕДА, РАССЧИТАННАЯ ПО ОБЛИГАЦИЯМ КРУПНЕЙШИХ ЭМИТЕНТОВ С ДОЛГОСРОЧНЫМ РЕЙТИНГОМ КРЕДИТОСПОСОБНОСТИ «AAA» (Б.П.)

Рис. 13



Источники: Sbond, расчеты Банка России.

отрасли, нефтегазового сектора и железнодорожного транспорта. В ноябре – декабре 2024 г. активным спросом среди участников рынка также пользовались облигации компаний электроэнергетического сектора и ретейла (рис. 11).

По итогам года (преимущественно в IV квартале 2024 г.) наблюдался рост доходностей облигаций корпоративного сектора и увеличение спредов между бумагами эмитентов с различным уровнем кредитного рейтинга. Наиболее активное расширение происходило между бумагами с рейтингом «А» и «AAA» – оно составило 8,97 п.п. (за 2024 г. доходности бумаг с рейтингом «А» выросли на 15,46 п.п., с рейтингом «AAA» – на 6,49 п.п.) – и бумагами с рейтингом «А» и «BBB» (рост доходности за год составил 21,71 п.п.).

В декабре впервые с начала 2024 г. наблюдалось падение доходностей облигаций всех рейтинговых групп с дюрацией выше 1 года. Сильнее всего сократились доходности наименее рискованных бумаг с рейтингом «AAA» и «А» – на 3,19 и 3,69 п.п. соответственно. При этом доходности ценных бумаг с рейтингом «BBB» снизились всего на 0,33 п.п. (рис. 12). Причиной такой динамики стала корректировка ожиданий участников рынка относительно траектории ключевой ставки Банка России после решения сохранить ее значение на заседании 20 декабря 2024 года. Тем не менее рост спредов между бумагами с различными рейтингами продолжился. Больше всего за месяц увеличился спред между облигациями с рейтингами «А» и «BBB» – на 3,36 п.п., до 5,78 процентного пункта. Сократился спред только между бумагами с кредитными рейтингами «AA» и «А» – на 1,12 п.п. в сравнении с ноябрем.

В январе доходности большинства бумаг продолжили снижаться, однако доходности наиболее ликвидных облигаций, напротив, продемонстрировали небольшой рост.

Помимо расширения спредов между облигациями с различными рейтингами, в 2024 г. также наблюдалось расширение и bid-ask⁵ спредов облигаций⁶. В целом это отражает как ожидания по траектории ключевой ставки Банка России, так и реакцию на отдельные риски, вызванные на введение санкций на инфраструктуру в июне и кредитные организации в ноябре.

⁵ Разница между лучшими ценами продажи и покупки.

⁶ Рассчитан по наиболее ликвидным облигациям с долгосрочным рейтингом кредитоспособности «AAA» и дюрацией от 1 года, входящим в индекс RUCBTRAAANS на 31 января 2025 года.

Bid-ask спред начал расширяться во второй половине 2024 г. на фоне роста процентных ставок в экономике. Пиковые значения пришлись на период введения санкций на ряд кредитных организаций в ноябре 2024 года. Тем не менее уже в январе 2025 г. спред заметно сузился, полностью отыграв ноябрьское расширение (рис. 13).

Несмотря на существенный рост доходностей корпоративных облигаций в 2024 г., суммарный объем отрицательной переоценки по ним в портфелях банков был относительно небольшим. Этому способствовала высокая доля ценных бумаг с плавающим купоном, на них пришлось 34,1% всего портфеля корпоративных облигаций. Также большая часть рублевых корпоративных ценных бумаг в портфелях банков учитывается на счетах по амортизированной стоимости (не подлежащих переоценке и обычно удерживаемых до погашения) – 58% всех корпоративных облигаций. Всего за 2024 г. по торговому портфелю корпоративных облигаций переоценка составила 163,1 млрд руб. (рис. П-1) (4,3% прибыли банковского сектора в 2024 г.). При этом непризнанная отрицательная переоценка портфеля рублевых корпоративных облигаций, удерживаемых до погашения, за год выросла на 109 млрд руб., до 221 млрд руб. (рис. П-2).

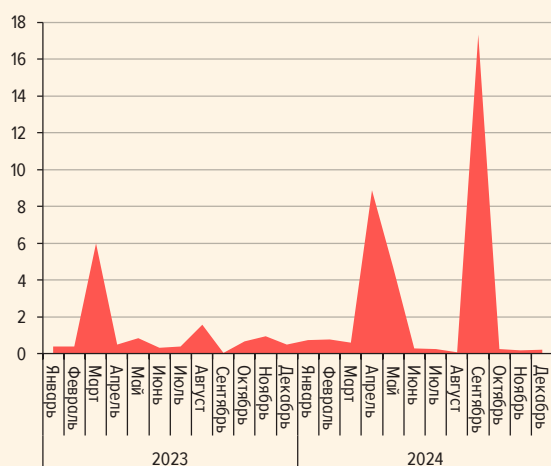
Врезка 1. Неисполнение обязательств эмитентов перед инвесторами по корпоративным облигациям: дефолты по купонам, оферте и погашению

В 2024 г., несмотря на небольшое увеличение объема дефолтов на рынке корпоративных облигаций по сравнению с 2023 г., объем неисполненных обязательств находился на минимальном уровне – его доля в суммарном объеме рынка корпоративных облигаций по непогашенному номиналу не превышала 0,06%.

Среднее значение объема неисполненных обязательств в 2023 г. составило 1,0 млрд руб., максимальное – 6,0 млрд руб. (в марте 2023 г.). В 2024 г. аналогичные показатели составили 2,9 и 17,3 млрд руб. соответственно (пик – в сентябре 2024 г.).

НЕИСПОЛНЕННЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА
ЭМИТЕНТОВ ПЕРЕД ИНВЕСТОРАМИ
ПО КУПОНАМ, ОФЕРТЕ ИЛИ ПОГАШЕНИЮ
(МЛРД РУБ.)

Рис. В-1



Источник: Cbonds.

НЕИСПОЛНЕННЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА
ЭМИТЕНТОВ ПЕРЕД ИНВЕСТОРАМИ В СВЯЗИ
С ДЕФОЛТОМ ПО ПОГАШЕНИЮ ИЛИ ОФЕРТЕ
(МЛРД РУБ.)

Рис. В-2



Источник: Cbonds.

Рынок акций

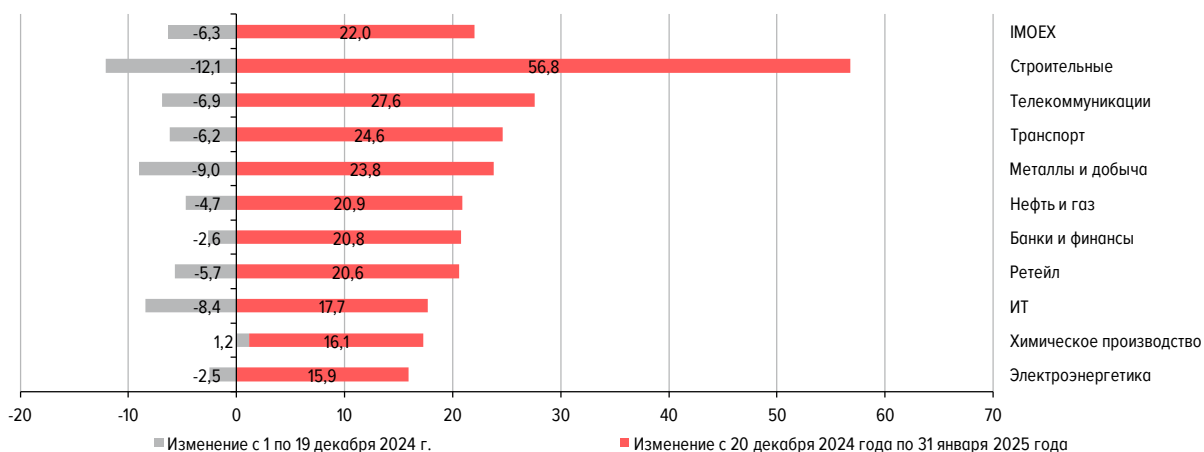
- Рынок акций, снижавшийся последние месяцы, в середине декабря перешел к росту. В целом за декабрь 2024 – январь 2025 г. Индекс МосБиржи вырос на 14,4% и составил 2948 п., однако все еще остается ниже уровня начала 2024 г. (3099 п.) после снижения за год на 7,0%. Рост рынка происходил на фоне сохранения ключевой ставки на уровне 21%, а также ожиданий инвесторов относительно возможного ослабления геополитических рисков. Выросли все отраслевые индексы акций. Наибольшее увеличение среди них показали индексы строительных компаний (37,9%), телекоммуникаций (18,8%) и банковской отрасли (17,7%). При этом в целом за 2024 г. акции девелоперов снизились на 35,5%, телекоммуникаций – на 14,8%, а банки продемонстрировали минимальный рост (0,3%).
- Волатильность на рынке акций в январе продолжила снижаться после пиковых значений в ноябре. Тем не менее показатель оставался выше, чем среднее значение в 2024 году.
- Крупнейшими продавцами акций по-прежнему оставались розничные инвесторы, за последние 2 месяца их нетто-продажи составили 56,1 млрд рублей. Поддержку рынку оказали СЗКО и НФО.

Коррекция на российском рынке акций, наблюдавшаяся последние несколько месяцев, во второй половине декабря сменилась уверенным ростом рынка (рис. 14). Это произошло на фоне решения сохранить ключевую ставку прежней – на уровне 21%. Также положительно сказались ожидания инвесторов относительно потенциально возможного ослабления геополитической напряженности. По итогам 2 месяцев Индекс МосБиржи вырос на 14,4% и составил 2948 п., вернувшись на уровень конца июля 2024 года. Тем не менее Индекс МосБиржи остается ниже уровня начала 2024 г. (3099 п.) после снижения за год на 7,0%.

Рост акций во второй половине декабря 2024 – январе 2025 г. происходил во всех отраслевых индексах. Больше всего – у акций строительной отрасли. Суммарно за прошедшие 2 месяца соответствующий индекс поднялся на 37,9%, несмотря на его снижение в первой половине декабря на 12,1%. Позитив на рынке акций наблюдался также на фоне благоприятных корпоративных событий отдельных участников. Значительно выросли индексы телекоммуникаций и банковской отрасли (на 18,8 и 17,7% соответственно). Восстановление акций телекоммуникационных компаний отрасли происходило в связи с высокой долговой нагрузкой компаний в среднем по сектору и чувствительностью к изменениям ключевой ставки.

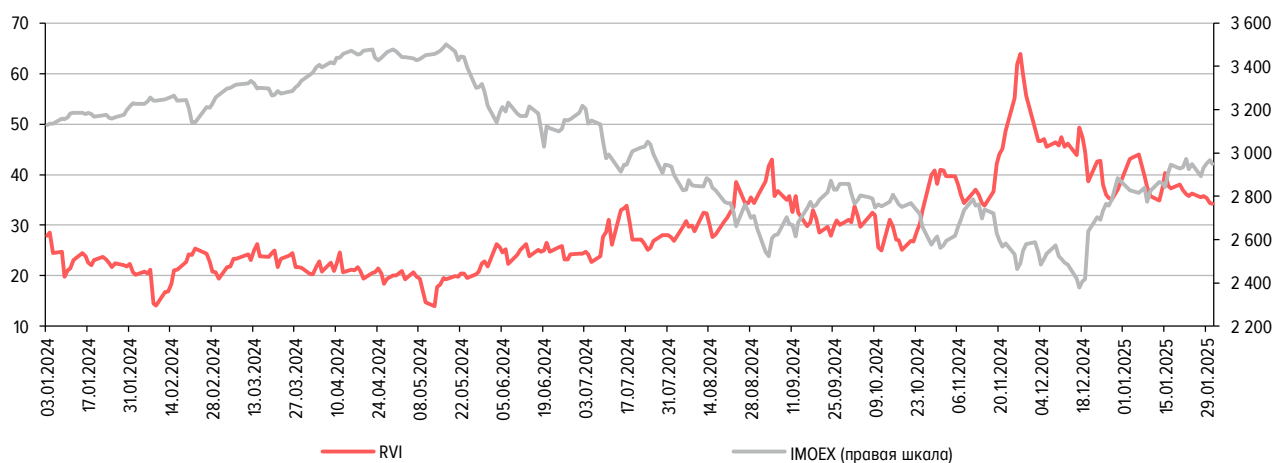
ИЗМЕНЕНИЕ ФОНДОВЫХ ИНДЕКСОВ МОСКОВСКОЙ БИРЖИ
(%)

Рис. 14



ИНДЕКС ВОЛАТИЛЬНОСТИ RVI И ИНДЕКС МОСБИРЖИ (ИМОЕХ)
(п.)

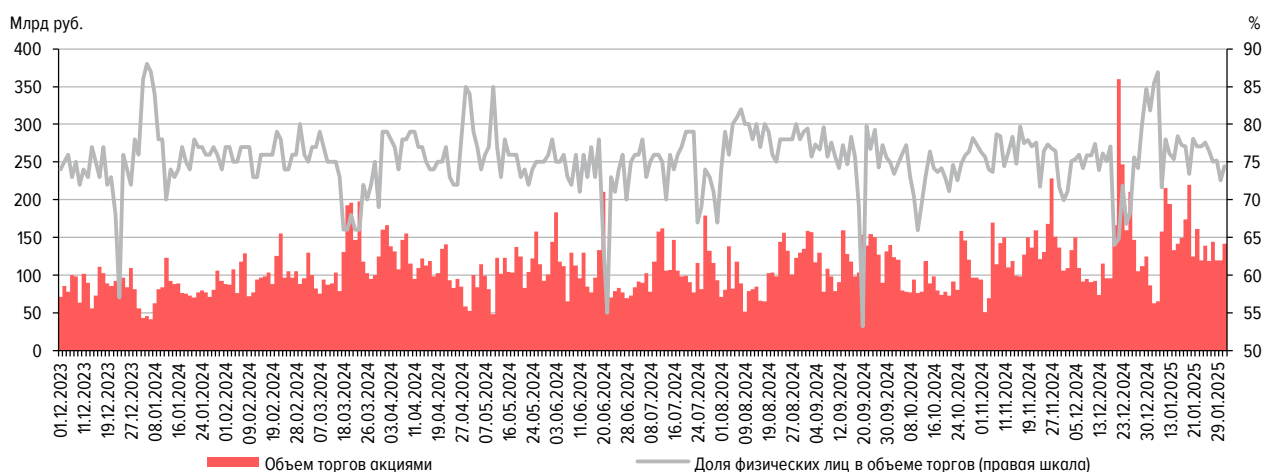
Рис. 15



Источник: ПАО Московская Биржа.

ОБЪЕМ ТОРГОВ НА РЫНКЕ АКЦИЙ И ДОЛЯ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В ОБЪЕМЕ ТОРГОВ

Рис. 16



Источник: ПАО Московская Биржа.

Наименьший рост (на 7,8%) продемонстрировал индекс информационных технологий. По итогам 2024 г. он снизился меньше остальных (на 1,9%).

На фоне роста индексов акций общая волатильность на рынке снизилась относительно значений конца ноября. Индекс волатильности российского рынка RVI опустился с 55,6 п. в начале периода до 34,3 п. на конец января. При этом в среднем в декабре – январе индекс держался на повышенном уровне – 40,5 п. (рис. 15), что больше среднего значения за 2024 г. – 28,7 пункта.

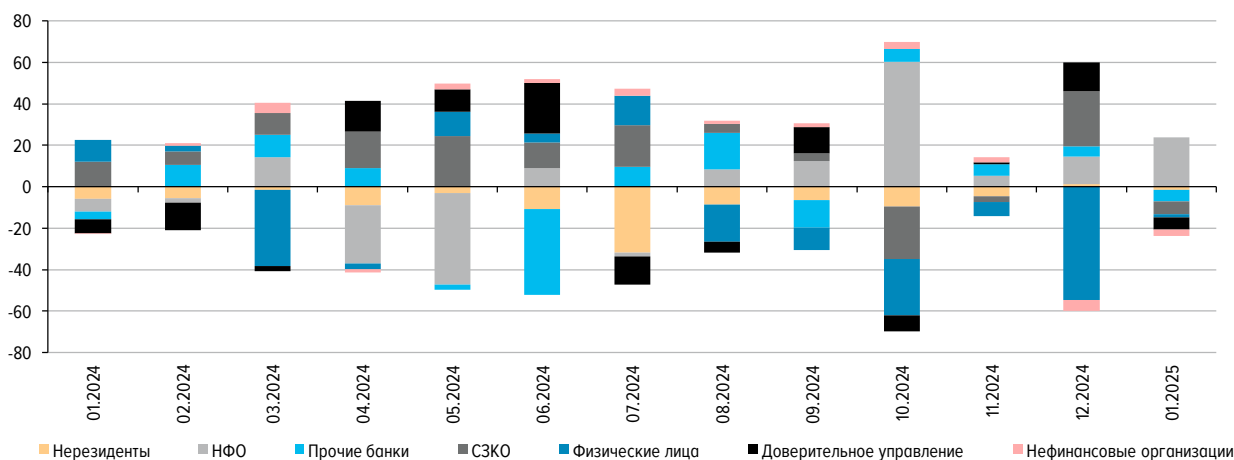
Среднедневной объем торгов акциями за последние 2 месяца⁷ увеличился до 143,0 млрд руб. (в ноябре – 129,9 млрд руб.), оставшись повышенным по сравнению со средним значением за 2024 г.⁸ – 111,2 млрд руб. в день. Доля физических лиц в среднем за месяц снизилась с 76,2% в ноябре 2024 г. до 75,9% января 2025 г. (в среднем в 2024 г. – 75,1%) (рис. 16).

⁷ Из расчета среднедневного оборота и доли физических лиц исключаются торги 30 декабря 2024 года, 3, 6 и 8 января 2025 года.

⁸ Из расчета среднедневного оборота и доли физических лиц исключаются торги 3, 4, 5 и 8 января, 10 мая и 30 декабря 2024 года.

ПОКУПКИ/ПРОДАЖИ АКЦИЙ ПО КАТЕГОРИЯМ УЧАСТНИКОВ
(МЛРД РУБ.)

Рис. 17



Источник: ПАО Московская Биржа.

Основными нетто-покупателями на российском рынке акций в прошедшие 2 месяца стали НФО за счет собственных средств и СЗКО, которые приобрели акций на 37,1 и 20,2 млрд руб. соответственно. Крупнейшими нетто-продавцами акций оставались розничные инвесторы, совершившие за последние 2 месяца нетто-продажи на сумму 56,1 млрд руб., что превысило среднемесячный показатель августа – ноября 2024 г. (в среднем продавали на 15,7 млрд руб. в месяц) (рис. 17). Всего на вторичных торгах в 2024 г. население продало акций на 113,9 млрд рублей. Также продажи в течение 2 месяцев совершали нефинансовые компании (на 8,6 млрд руб.), которые в прошлом году в среднем остались нетто-покупателями на 1,4 млрд рублей.

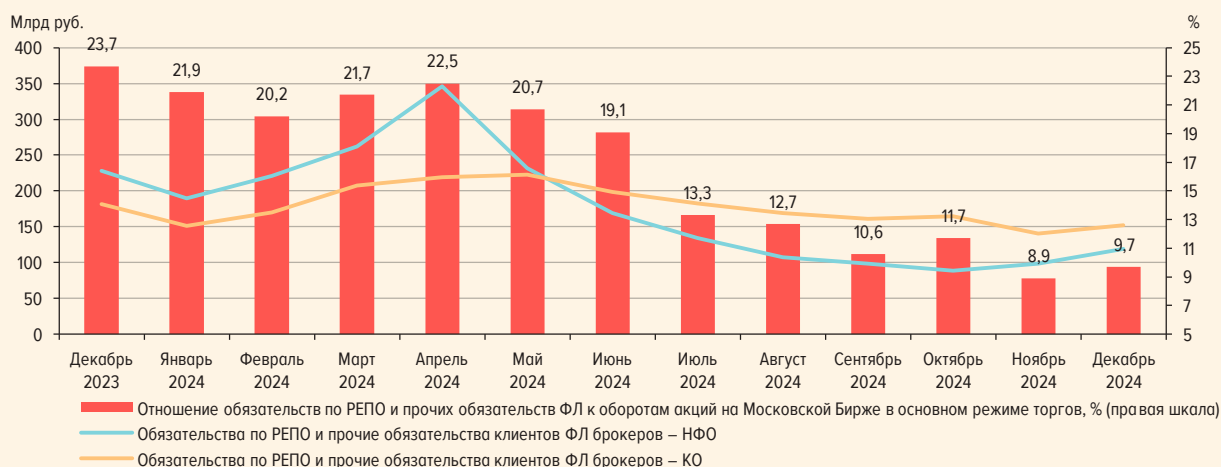
В 2024 г. на российском первичном рынке акций продолжилось активное размещение новых компаний. В целом за год было проведено 15 IPO общим объемом 65 млрд рублей. Последние 3 IPO прошли в октябре 2024 года. Объем размещения составил 7 млрд рублей. Основными покупателями акций в октябрьских IPO, как и прежде, являлись физические лица (на них пришлось 34–47% размещений). Вместе с тем в целом доля частных инвесторов в первичных размещениях в течение 2024 г. снижалась. Стоит отметить существенную долю покупок в рамках коллективных инвестиций – 16–44%, которая в течение года, напротив, возрастала. Увеличение доли профессиональных участников среди первоначальных покупателей акций является положительным сигналом. В перспективе это позволит несколько снизить потенциальную волатильность указанных ценных бумаг и повысить устойчивость рынка.

Врезка 2. Маржинальные позиции участников на рынке акций и динамика маржинальных требований участников торгов

В мае – октябре 2024 г. вслед за снижением Индекса МосБиржи наблюдалось уменьшение объемов средств физических лиц, привлеченных по операциям репо и прочим операциям, что является прокси-показателем объема маржинальных позиций (более 250 млрд руб. на конец октября 2024 г.). То есть также снижались объемы ценных бумаг, купленных физическими лицами на привлеченные средства, что уменьшает потенциальное давление на фондовый рынок в случае закрытия маржинальных позиций. Однако в ноябре – декабре 2024 г. ввиду роста Индекса МосБиржи сокращение объемов маржинальных займов прекратилось (отношение к оборотам на Московской Бирже несколько снизилось за счет роста объема торгов).

ОТНОШЕНИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ КЛИЕНТОВ – ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ ПО РЕПО И ПРОЧИХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ
К ОБОРОТАМ АКЦИЙ НА МОСКОВСКОЙ БИРЖЕ

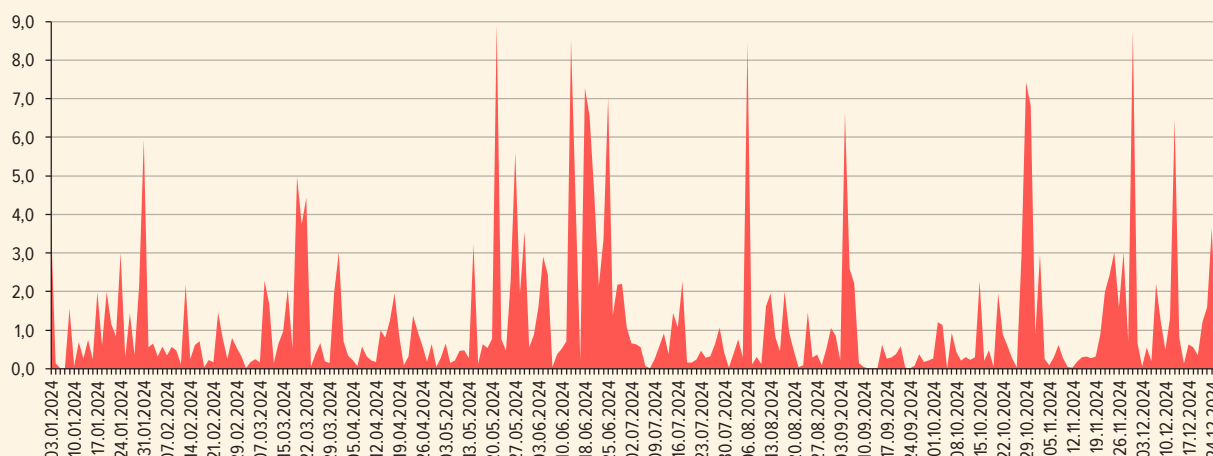
Рис. В-3



Источники: формы отчетности 0409724, 0420431, ПАО Московская Биржа.

ДИНАМИКА ВЫСТАВЛЕНИЯ МАРЖИНАЛЬНЫХ ТРЕБОВАНИЙ* УЧАСТНИКАМ ТОРГОВ ПАО МОСКОВСКАЯ
БИРЖА В 2024 ГОДУ
(МЛРД РУБ.)

Рис. В-4



* Динамика индивидуального клирингового обеспечения участников клиринга НКО НКЦ (АО), за исключением индивидуального клирингового обеспечения, вносимого в целях снижения кредитного и рыночного рисков НКО НКЦ (АО) при стрессовых изменениях конъюнктуры рынка и управления риском концентрации и обеспечения необходимого уровня диверсификации активов, переданных участниками клиринга в качестве обеспечения.

Источник: ПАО Московская Биржа.

В целом с начала 2024 г. относительные объемы указанного показателя (к оборотам акций на Московской Бирже) снизились больше чем вдвое и находились на уровне 9,7% по состоянию на 31 декабря 2024 г. (рис. В-3).

Рост маржинальных позиций в случае резких колебаний на рынке может привести к увеличению маржинальных требований к участникам торгов и потребовать от них доведения более значительного объема денежных средств для покрытия их позиции. Тем не менее показатель в течение 2024 г. находился на минимальных уровнях, что свидетельствует об отсутствии рисков для финансовой стабильности.

В целом в 2024 г., несмотря на снижение Индекса МосБиржи и повышенную волатильность в отдельные периоды, объем выставленных маржинальных требований был незначительным. Наибольший объем требований к участникам рынка наблюдался в июне 2024 г. на фоне наложения санкций на Группу «Московская Биржа». Однако пиковый объем выставленных маржинальных требований в этот период не превышал 10 млрд руб. (рис. В-4).

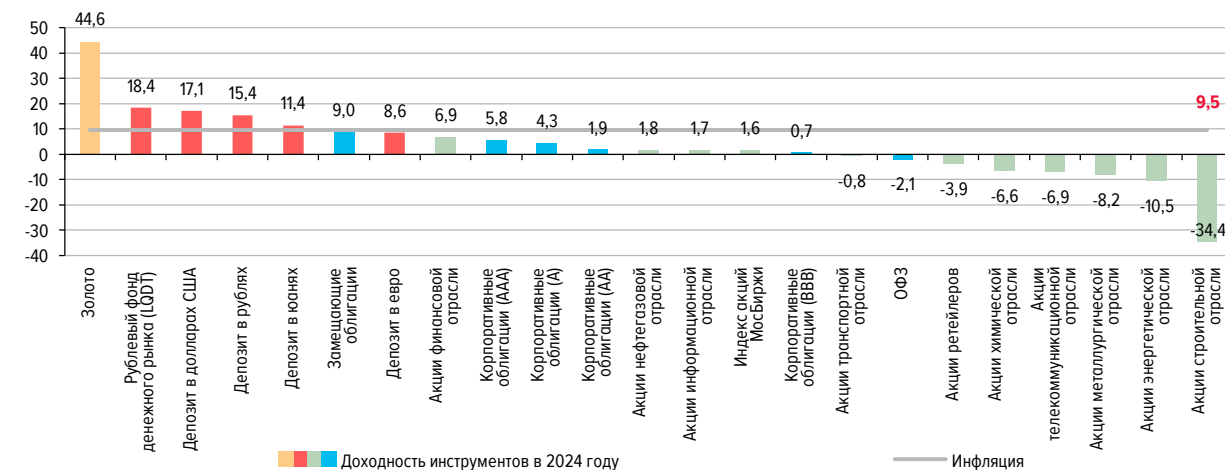
Доходность вложений в инструменты российского финансового рынка

Наибольшую доходность за год (в рублях) продемонстрировало золото, которое по итогам 2024 г. выросло на 44,6%. На фоне высоких процентных ставок в экономике также наблюдалась высокая доходность у рублевых фондов денежного рынка и по депозитам⁹ (как рублевым, так и валютным). Этот же фактор, напротив, стал негативным для акций застройщиков. Основное падение котировок акций этого сектора происходило во второй половине года, после прекращения массовой программы льготной ипотеки.

В январе 2025 г. ситуация с доходностью вложений в различные инструменты кардинально изменилась. Акции строительных компаний начали отыгрывать падение 2024 г., и по итогам января индекс строительной отрасли вырос на 23,3%. Валютные инструменты, такие как депозиты в долларах США и евро, напротив, продемонстрировали отрицательную доходность с учетом укрепления рубля. Стабильным вложением по-прежнему оставалось золото. За январь такое вложение принесло бы 3,4%, что выше накопленной с начала года инфляции (1,14%).

ДОХОДНОСТЬ* ВЛОЖЕНИЙ В ИНСТРУМЕНТЫ РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА В 2024 ГОДУ (%)

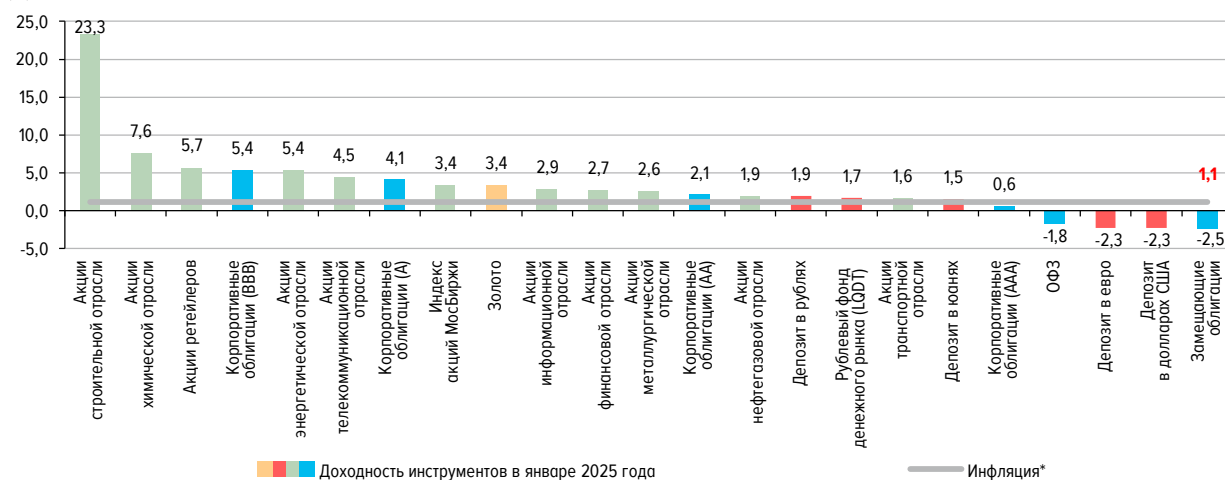
Рис. 18



* Доходность инструментов рассчитана исходя из полной фактической рублевой доходности за 2024 год. В расчете инструментов, номинированных в иностранных валютах, учтено изменение обменного курса рубля относительно соответствующей валюты в 2024 году.
Источники: ПАО Московская Биржа, Росстат, форма отчетности 0409129, расчеты Банка России, Cbonds, Investing.com.

ДОХОДНОСТЬ ВЛОЖЕНИЙ В ИНСТРУМЕНТЫ РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА В ЯНВАРЕ 2025 ГОДА (%)

Рис. 19



* Накопленная инфляция с 1 по 27 января 2025 г. по оценкам Росстата.
Источники: ПАО Московская Биржа, Росстат, форма отчетности 0409129, расчеты Банка России, Cbonds, Investing.com.

⁹ Депозиты на 12 месяцев по состоянию на конец декабря 2023 года.

ПРИЛОЖЕНИЕ

ОБЪЕМЫ ВТОРИЧНЫХ ТОРГОВ ОФЗ ПО ТИПУ ЦЕННЫХ БУМАГ И ПО КАТЕГОРИЯМ УЧАСТНИКОВ
(МЛРД РУБ.)

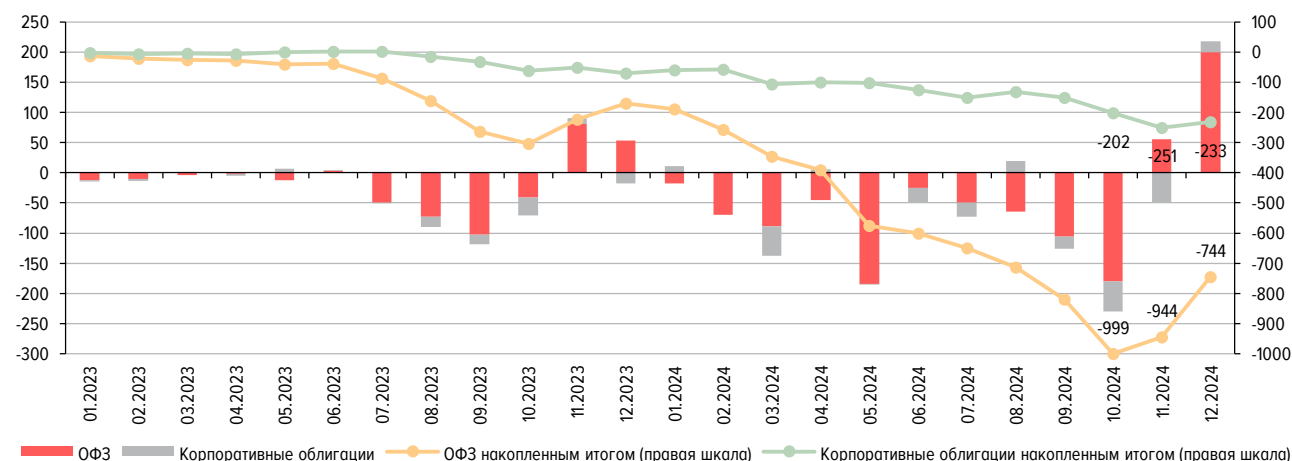
Табл. П-1

| | | Нерезиденты | НФО | Прочие банки | СЗКО | Физические лица | Доверительное управление | Нефинансовые организации |
|-------------------|-------|-------------|------------|--------------|--------------|-----------------|--------------------------|--------------------------|
| 2024 | АД | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| | ИН | 0 | 8 | 5 | 24 | 4 | 10 | 0 |
| | ОФЗ-н | – | – | – | – | 0 | – | – |
| | ПД | 128 | 518 | 761 | 818 | 553 | 343 | 12 |
| | ПК | 17 | 113 | 256 | 582 | 84 | 127 | 5 |
| Общий итог | | 145 | 638 | 1 023 | 1 424 | 642 | 479 | 17 |
| Январь 2025 | АД | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | – |
| | ИН | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| | ОФЗ-н | – | – | – | – | 0 | – | – |
| | ПД | 7 | 34 | 80 | 52 | 52 | 26 | 3 |
| | ПК | 2 | 17 | 42 | 46 | 8 | 11 | 0 |
| Общий итог | | 9 | 52 | 122 | 99 | 60 | 37 | 3 |

Источник: ПАО Московская Биржа.

ПОМЕСЯЧНОЕ ИЗМЕНЕНИЕ ВЕЛИЧИНЫ ОТРИЦАТЕЛЬНОЙ ПЕРЕОЦЕНКИ ТОРГОВОГО ПОРТФЕЛЯ ОФЗ И КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ
(МЛРД РУБ.)

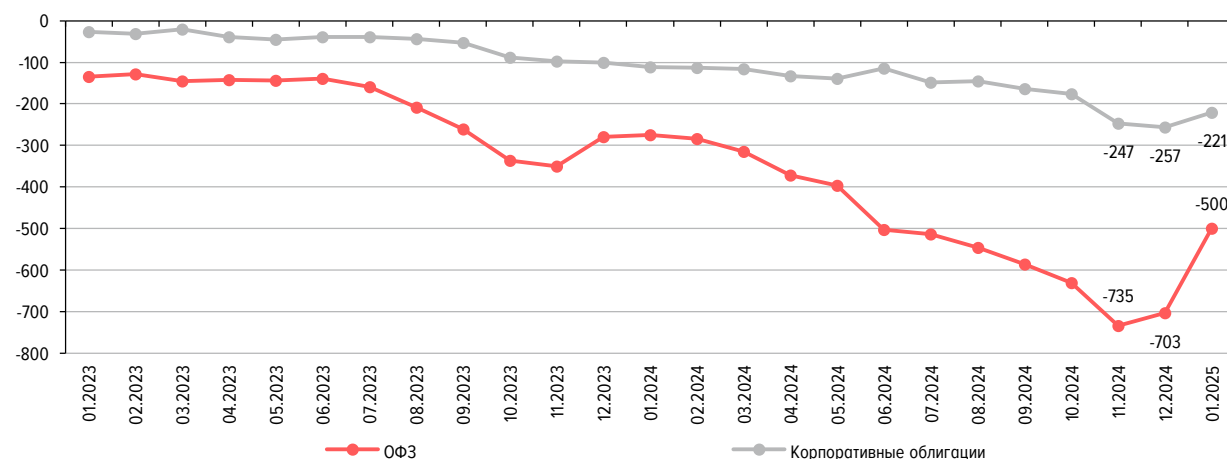
Рис. П-1



Источник: форма отчетности 0409711.

ВЕЛИЧИНА НАКОПЛЕННОЙ, НО НЕ ПРИЗНАННОЙ ПЕРЕОЦЕНКИ ПОРТФЕЛЕЙ ОФЗ И КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ
(МЛРД РУБ.)

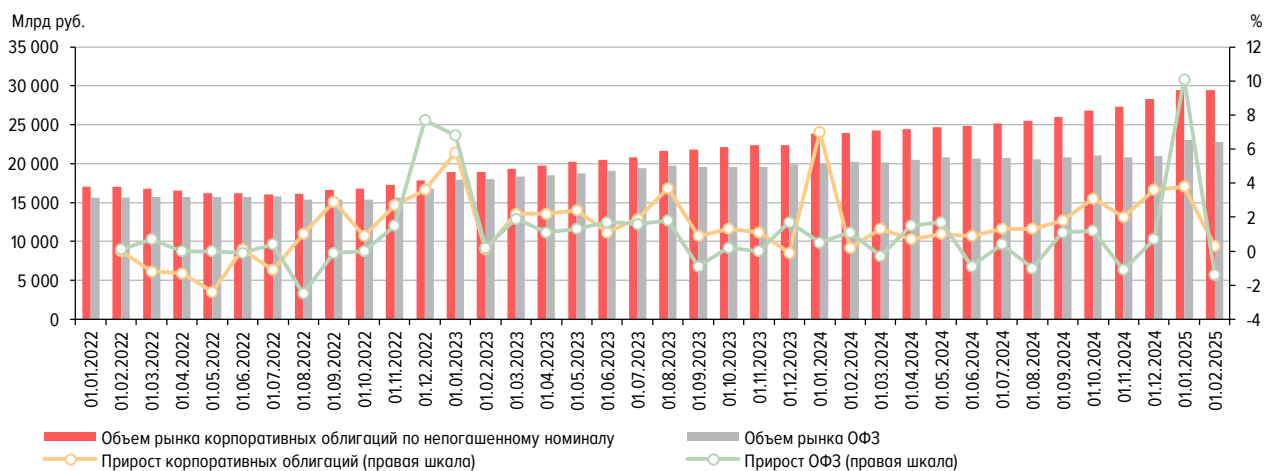
Рис. П-2



Источник: форма отчетности 0409711.

ОБЪЕМ РЫНКОВ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ И ОФЗ И ДИНАМИКА МЕСЯЧНЫХ ПРИРОСТОВ РЫНКА

Рис. П-3



Источник: Sbonds.

Материал подготовлен Департаментом финансовой стабильности.
Замечания, комментарии и предложения, касающиеся структуры и содержания обзора, можно направлять по адресу: arustamovdg@cbr.ru.
При использовании материалов выпуска ссылка на Банк России обязательна.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM
107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В
Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2025