



Банк России



2024 год

# ОБЗОР ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Аналитический материал

Москва  
2025

# ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткие выводы.....	2
1. Рост экономики повышенными темпами и ужесточение денежно-кредитной политики.....	3
2. Валютный рынок: перемещение ликвидности во внебиржевой сегмент .....	4
3. Рынок ОФЗ: значительный рост доходностей.....	7
<i>Врезка. Премия за срок на рынке ОФЗ .....</i>	<i>10</i>
4. Корпоративные облигации. Год флоатеров .....	11
<i>Врезка. Инвестиции физических лиц в облигации в 2024 году .....</i>	<i>14</i>
5. Объем рынка ЦФА существенно вырос.....	17
6. Волатильность акций первого эшелона выросла.....	20
<i>Врезка. Поведенческие особенности розничных инвесторов на российском рынке акций на примере эффекта диспозиции.....</i>	<i>24</i>
7. Высокий интерес к IPO в первой половине года.....	25
8. Оживление в сегменте секьюритизации .....	28
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](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2025

## КРАТКИЕ ВЫВОДЫ

- В 2024 г. валютный рынок столкнулся с новыми вызовами, которые способствовали изменению его структуры и ликвидности. После введения санкций в отношении Группы «Московская Биржа» доля внебиржевого сегмента валютного рынка выросла с 49 до 70%. Новые внешние ограничения привели к временным эпизодам роста волатильности курса, а также к усилению фрагментации рынка.
- Преобладавшие в течение 2024 г. ожидания длительного периода поддержания жестких ДКУ определяли динамику и ликвидность рынка ОФЗ, а также изменения в инвесторской базе. Ключевыми инвесторами оставались банки, но несколько увеличилась доля НПФ и физических лиц. Однако ликвидность на рынке по-прежнему снижалась.
- Продолжился рост рынка корпоративных облигаций, причем он оказался более выраженным во второй половине года. Объемы размещений сместились в пользу эмитентов высокого кредитного качества, а сроки облигаций сократились.
- Рынок ЦФА начал развиваться только в 2022 г., однако активно набирает обороты. В 2024 г. объем первичных размещений ЦФА вырос более чем в 9 раз, при этом интерес к инструменту проявляют как крупные эмитенты, так и небольшие компании. Основными инструментами являются рублевые долговые ЦФА с фиксированной доходностью.
- Положительная динамика фондового рынка и ожидания снижения ключевой ставки способствовали росту числа размещений IPO в первой половине 2024 года. Однако после июля эмитенты заняли выжидательную позицию. Выросло число участников IPO – физических лиц, при этом большую часть размещенных объемов приобретали институциональные инвесторы. В то же время динамика цен акций в течение 60 дней после IPO в целом была хуже, чем годом ранее: рост котировок был более сдержанным, а падение – более значительным.
- Несмотря на увеличение активности на рынке акций, показатели ликвидности несколько ухудшились относительно предыдущего года. В период жестких ДКУ возросла привлекательность размещения средств на банковских депозитах. Одновременно снизился интерес инвесторов к рынку акций, дивидендная доходность которого стала уступать доходности по депозитам.
- В 2023–2024 гг. объемы секьюритизации заметно превысили уровни предыдущих нескольких лет, так как банки стремились высвободить капитал в условиях ужесточения регуляторных требований. Основная часть выпусков секьюритизации по-прежнему представлена одотраншевыми ипотечными облигациями. Вместе с тем банки стали активнее заключать многотраншевые сделки с потребительскими кредитами, займами МСП и другими активами.

## 1. РОСТ ЭКОНОМИКИ ПОВЫШЕННЫМИ ТЕМПАМИ И УЖЕСТОЧЕНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Российская экономика в 2024 г. по-прежнему росла повышенными темпами в условиях сохраняющегося уверенного расширения внутреннего спроса при продолжающемся ужесточении внешних финансовых и торговых ограничений. Согласно первой оценке Росстата, рост ВВП составил 4,1%, при этом немного поменялась динамика отдельных компонентов внутреннего спроса. Повышение потребительского спроса немного замедлилось, ускорился рост государственного и инвестиционного спроса. Чистый экспорт сократился.

Инфляция по итогам 2024 г. ускорилась до 9,5 с 7,4% в 2023 году. Рост совокупного спроса темпами, опережающими возможности наращивания предложения, предопределил сохранение устойчивого инфляционного давления на повышенном уровне и необходимость ужесточения Банком России денежно-кредитной политики (ДКП) в течение года для нейтрализации проинфляционных рисков.

Банк России в 2024 г. продолжил повышать ключевую ставку в ответ на усиление инфляционного давления и увеличение инфляционных ожиданий. Ставка за год выросла на 500 б.п., с 16,0 до 21,0%. К концу года ужесточение ДКП вместе с рекалибровкой льготных программ ипотеки и увеличением макропруденциальных требований привело к тому, что кредитование замедлилось. Снижение инфляции к 4% с текущих высоких уровней в условиях перегрева экономики потребует поддержания жестких денежно-кредитных условий продолжительное время. Динамика финансовых рынков в 2024 г., как и в 2023 г., складывалась главным образом под воздействием динамики ключевых макропоказателей, решений и коммуникации по денежно-кредитной и бюджетной политике. Влияние со стороны мировых финансовых рынков ослабло.

## 2. ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК: ПЕРЕМЕЩЕНИЕ ЛИКВИДНОСТИ ВО ВНЕБИРЖЕВОЙ СЕГМЕНТ

- После введения санкций в отношении Группы «Московская Биржа» доля внебиржевого сегмента валютного рынка увеличилась с 49 до 70%.
- Новые внешние ограничения привели к временным эпизодам роста волатильности курса.
- Усиление фрагментации валютного рынка привело к временному расширению спреда между биржевым и внебиржевым курсами юаня.
- Доля валют недружественных стран в оборотах сократилась, а доля альтернативных валют увеличилась.
- Доля физических лиц на валютном рынке снизилась, а СЗКО выросла.

В 2024 г. валютный рынок столкнулся с новыми вызовами, которые привели к изменению его структуры. С одной стороны, отказ ряда банков-нерезидентов работать с российскими контрагентами вынудил перестраивать цепочки расчетов за импорт. С другой стороны, санкции против Группы «Московская Биржа» и отдельных финансовых организаций привели к росту фрагментации валютного рынка и значительно повлияли на экспортные операции. В результате адаптации к новым условиям в структуре валютных операций продолжилась снижаться доля валют недружественных стран и увеличилась доля внебиржевого сегмента. Ослабление рубля к основным валютам по итогам года составило от 7 до 13%<sup>1</sup>.

Среднемесячный объем торгов в рублевом выражении на валютном рынке в 2024 г. существенно не изменился по сравнению с предыдущим годом. Однако из-за санкций в отношении Группы «Московской Биржи» доля биржевого сегмента за год сократилась с 51 до 30%, а доля внебиржевого выросла с 49 до 70% (рис. 1). В результате санкций биржевые торги долларом США и евро прекратились, а ряд крупных участников перевели все валютные операции во внебиржевой сегмент. Это привело к снижению среднего размера сделки на бирже с пиковых 3,3 млн руб. в мае до 2,1 млн руб. в декабре.

Перемещение ликвидности во внебиржевой сегмент сопровождалось ростом фрагментации валютного рынка между отдельными группами участников и временным ростом волатильности курса рубля. Непосредственно после введения санкций против Группы «Московская Биржа» в июне 2024 г. 30-дневная волатильность курса доллара США к рублю достигла 30% – максимального значения с февраля 2023 г. (рис. 2), затем снизилась до 10%, а после новых ограничений в конце года выросла до 20%. Значения показателей остаются значительно ниже уровней 2022 года. В целом повышенная волатильность носит временный характер и связана с подстройкой рынка к изменившимся условиям из-за перенаправления платежей по новым каналам.

Рост фрагментации валютного рынка привел также к расхождениям в оценке рыночного курса между участниками в биржевом и внебиржевом сегментах рынка. В августе 2024 г. спред между биржевым и внебиржевым курсами юаня достигал 40–50 коп., тогда как обычно был равен нескольким копейкам. Впоследствии ситуация была урегулирована с помощью рыночных механизмов.

<sup>1</sup> В частности, курсы юаня к рублю и евро к рублю выросли на 7%, а курс доллара США к рублю – на 13%.

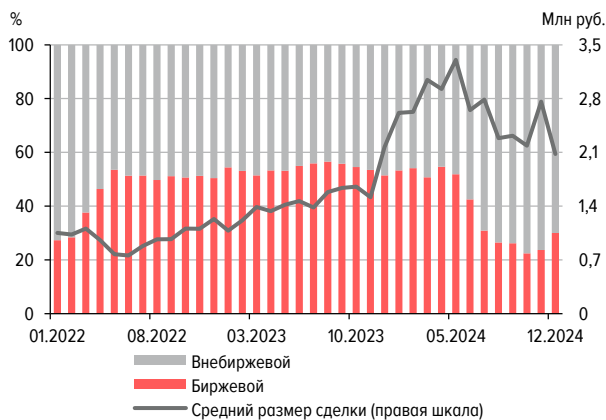
В условиях внешних ограничений концентрация валютных операций на крупнейших участниках выросла. Доля банков в оборотах превысила 50% за счет СЗКО, а доля нерезидентов незначительно снизилась (рис. 5). Основными поставщиками ликвидности выступали экспортеры и СЗКО, представляющие их интересы. Основной спрос на валюту предъявляли российские и иностранные банки, действующие в интересах импортеров. В частности, банки-нерезиденты покупали валюту на рубли, полученные от российских импортеров и в результате трансграничных переводов физических лиц.

Роль физических лиц на валютном рынке заметно снизилась. Доля населения в оборотах в декабре 2024 г. сократилась до 3% по сравнению с 8% годом ранее. Интерес физических лиц к валютным операциям значительно снизился после прекращения биржевых торгов долларом США и евро и, как следствие, возможности совершать арбитражные операции с использованием данных валют.

Ослабление интереса населения выражалось также в сокращении числа розничных инвесторов на валютном рынке, сокращении объема нетто-покупок иностранной валюты в течение года и переходе к нетто-продажам в конце года<sup>2</sup>. В частности, количество розничных клиентов брокеров, которые заключили хотя бы одну сделку на валютной секции МосБиржи в декабре 2024 г. снизилось до 91 тыс. лиц по сравнению с 285 тыс. лиц годом ранее. Совокупный объем нетто-покупок валюты физическими лицами на биржевом рынке в 2024 г. сократился более чем в 2 раза по сравнению с 2023 годом. В целом поведение населения на валютном рынке носило контрциклический характер, как и в предыдущие годы.

ДОЛИ БИРЖЕВОГО И ВНЕБИРЖЕВОГО СЕГМЕНТОВ  
ВАЛЮТНОГО РЫНКА И СРЕДНИЙ РАЗМЕР СДЕЛКИ  
В БИРЖЕВОМ СЕГМЕНТЕ

Рис. 1

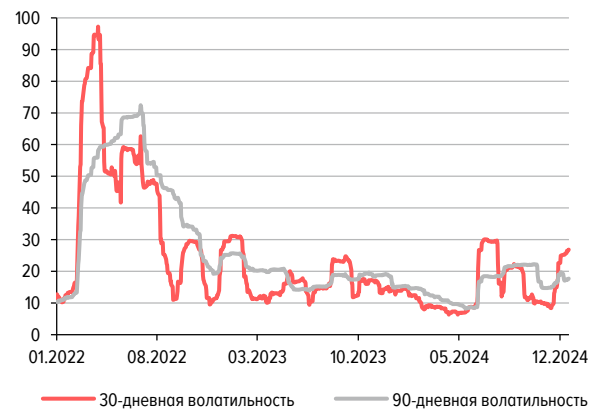


Примечание. Обороты представляют собой сумму сделок покупок и продажи. Учитывались биржевые и внебиржевые сделки «spot» (без сделок «своп» и «форвард»).  
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ИЗМЕНЕНИЯ КУРСА ДОЛЛАРА  
США К РУБЛЮ

Рис. 2

(%)

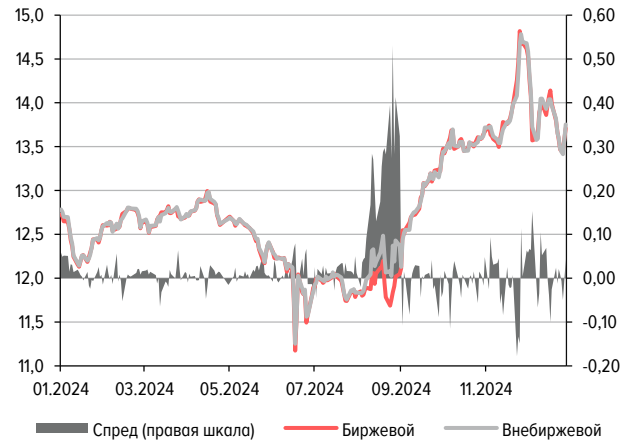


Примечание. Показатель рассчитывался как аннуализированное стандартное отклонение дневных изменений официального курса на заданном горизонте.  
Источник: Банк России.

<sup>2</sup> Без учета покупок наличной валюты в кассах банков.

**СРЕДНЕЗВЕШЕННЫЙ КУРС ЮАНЯ К РУБЛЮ  
НА БИРЖЕВОМ И ВНЕБИРЖЕВОМ СЕКТОРАХ  
РЫНКА**  
(РУБ.)

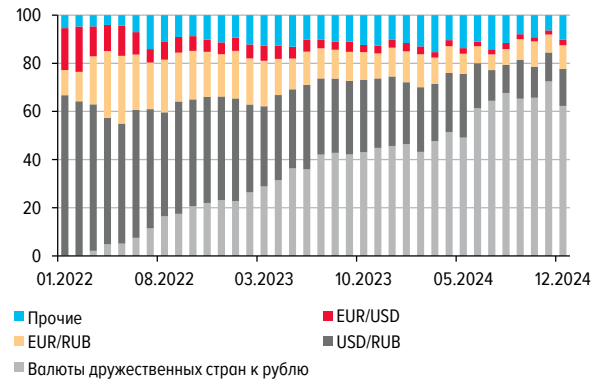
Рис. 3



Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

**СТРУКТУРА ОБОРОТОВ ПО СДЕЛКАМ  
НА ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ В РАЗРЕЗЕ ВАЛЮТНЫХ ПАР**  
(%)

Рис. 4

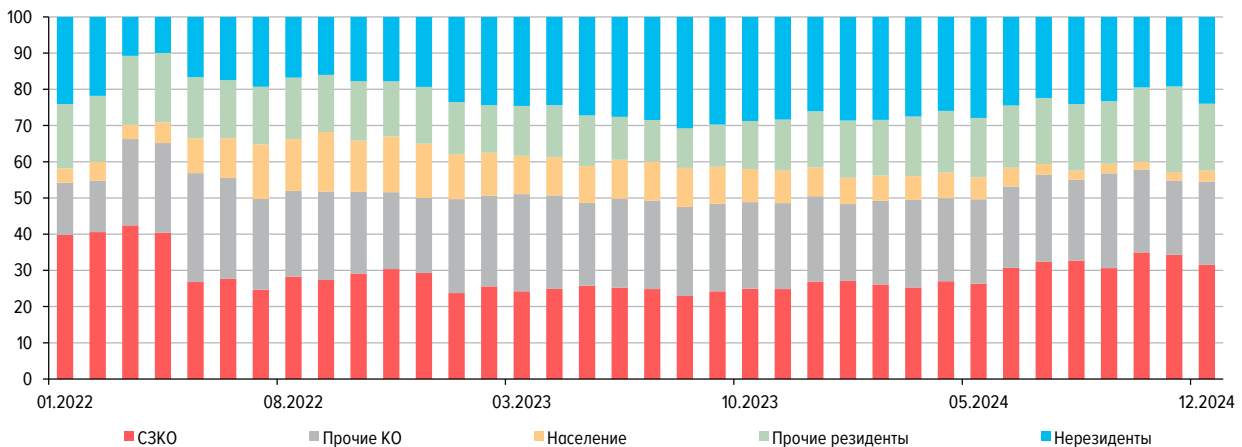


Примечание. Обороты представляют собой сумму сделок покупок и продаж. Учитывались биржевые и внебиржевые сделки «спот» (без сделок «своп» и «форвард»).

Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

**СТРУКТУРА ОБОРОТОВ ПО СДЕЛКАМ НА ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ В РАЗРЕЗЕ УЧАСТНИКОВ**  
(%)

Рис. 5



Примечание. Обороты представляют собой сумму сделок покупок и продаж. Учитывались биржевые и внебиржевые сделки «спот» (без сделок «своп» и «форвард»).

Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.



### 3. РЫНОК ОФЗ: ЗНАЧИТЕЛЬНЫЙ РОСТ ДОХОДНОСТЕЙ

- В течение большей части 2024 г. преобладали ожидания дальнейшего ужесточения ДКУ в условиях значительных проинфляционных рисков. Вместе с активными размещениями ОФЗ на первичном рынке это определяло динамику и ликвидность рынка, а также изменения в инвесторской базе. Ключевыми инвесторами оставались банки, однако несколько увеличилась доля НПФ, а также физических лиц.
- Ликвидность на рынке продолжила снижаться. Банки приобретали бумаги на первичных аукционах с премией к вторичному рынку. При этом интересу физических лиц к рынку ОФЗ способствовали высокие безрисковые ставки, позволявшие зафиксировать доходность к погашению на более длительный срок, нежели при размещении в банке на депозит.
- Выполнить план по размещениям Минфину России традиционно помогли выпуски ОФЗ с плавающим купоном (серия ОФЗ-ПК). С одной стороны, они позволяют банкам не увеличивать процентный риск своих портфелей, а с другой стороны, дают возможность инвесторам получать высокий купонный доход при росте рыночных ставок. Основными покупателями на первичном рынке оставались банки, которые приобрели около трех четвертей всех размещенных бумаг.

На протяжении большей части года среди инвесторов преобладали ожидания сохранения жесткой денежно-кредитной политики или же усиления ее жесткости для нейтрализации проинфляционных рисков.

С начала года доходности ОФЗ росли, однако динамика была неоднородной: на конец декабря доходности ОФЗ на 283–531 б.п. превышали уровни начала 2024 г., когда отрицательный наклон кривой составлял менее 70 б.п. по модулю. В то же время в течение года доходности достигали и значительно более высоких уровней: после октябрьского решения по ключевой ставке инвесторы стали ожидать дальнейшего существенного ужесточения ДКП, из-за чего доходности краткосрочных ОФЗ превысили 21–22%, а в средне- и долгосрочном сегментах поднялись до 19–20 и 15–16% соответственно. К концу декабря кривая доходностей снизилась с пиковых уровней на 116–484 б.п., а ее отрицательный наклон (в сегменте 5 лет – два года) сократился более чем в 2 раза, до 109 б.п. (перед последним заседанием Совета директоров Банка России по ставке в 2024 г. – 204 б.п.).

В отсутствие иностранных инвесторов доходности госбумаг продолжили более явно реагировать на выход еженедельной статистики по потребительским ценам, на изменение инфляционных ожиданий, а также на изменения в бюджетной политике.

Ключевыми инвесторами в ОФЗ остаются российские банки (рис. 6). Однако постепенно стала увеличиваться доля НПФ, а также физических лиц. В конце года доля НПФ несколько снизилась из-за активных покупок банками флоатеров ОФЗ на аукционах в декабре. При этом прямые вложения физических лиц в масштабах всего рынка ОФЗ все еще находятся на низком уровне.

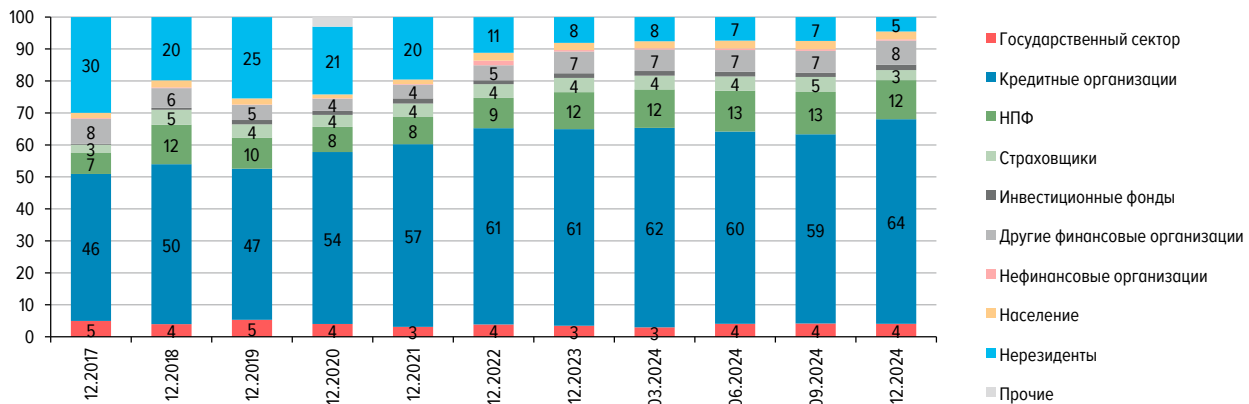
В условиях ожиданий дальнейшего роста доходностей ликвидность на рынке продолжила снижаться. Если в январе – феврале 2022 г. среднесуточный объем торгов ОФЗ на ПАО Московская Биржа составлял 85 млрд руб., то в 2023 г. он сжался до 59 млрд, а в 2024 г. – до 44 млрд рублей<sup>1</sup>. Банки сократили свою активность на вторичном рынке, при этом если и наращивали свои позиции, то за счет приобретения бумаг на первичных аукционах

<sup>1</sup> Объем торгов рассчитывался как сумма сделок покупки и продажи по номинальной стоимости бумаг в основном и переговорном режимах.



ИНВЕСТОРЫ В ГОСБУМАГИ В РУБЛЯХ\*  
(%)

Рис. 6



\* Если не указано иное, здесь и далее приводится значение на конец соответствующего периода.

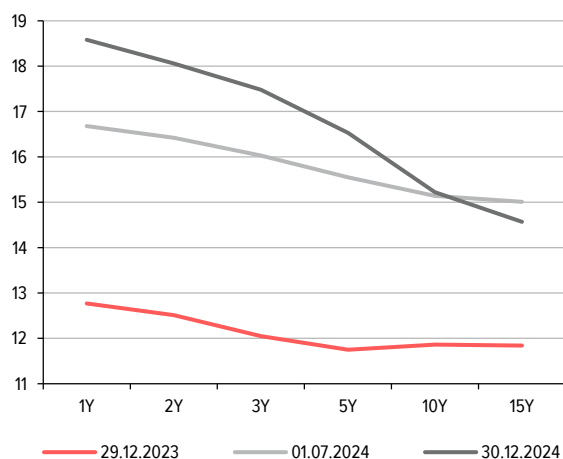
Примечание. Объем вложений кредитных организаций включает бумаги, переданные по операциям репо с Банком России и Федеральным казначейством.

Категория «Государственный сектор» включает собственные вложения Банка России, государственных финансовых корпораций и нефинансовых государственных организаций.

Источник: Банк России.

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВЫХ ДОХОДНОСТЕЙ ОФЗ  
(%)

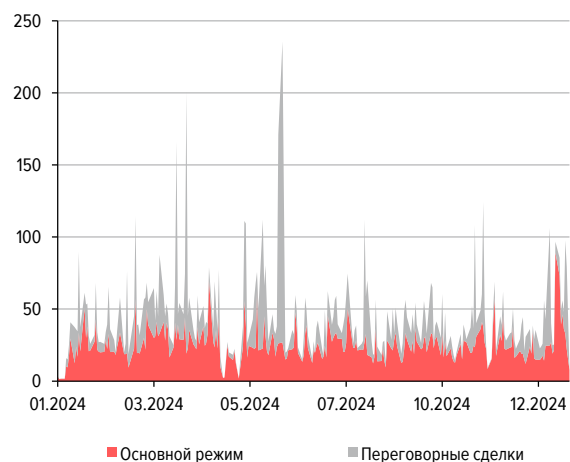
Рис. 7



Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

ОБОРОТЫ НА БИРЖЕВОМ РЫНКЕ ОФЗ  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 8

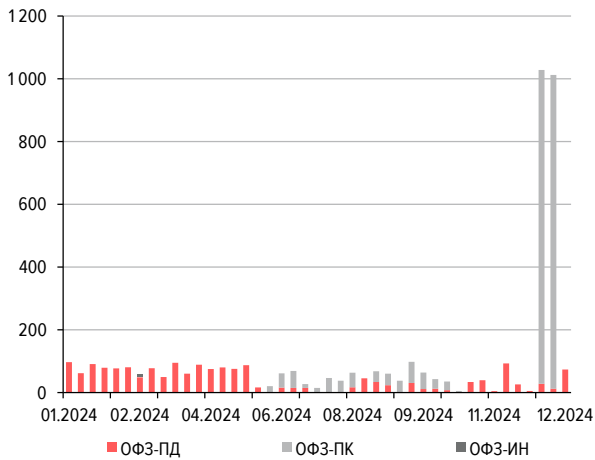


Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

с премией к вторичному рынку. Интерес физических лиц к рынку ОФЗ вырос: госбумаги представляют альтернативу банковским депозитам, позволяя при покупке ОФЗ фиксировать высокую доходность к погашению на более длительный срок, нежели при размещении в банке на этот же срок.

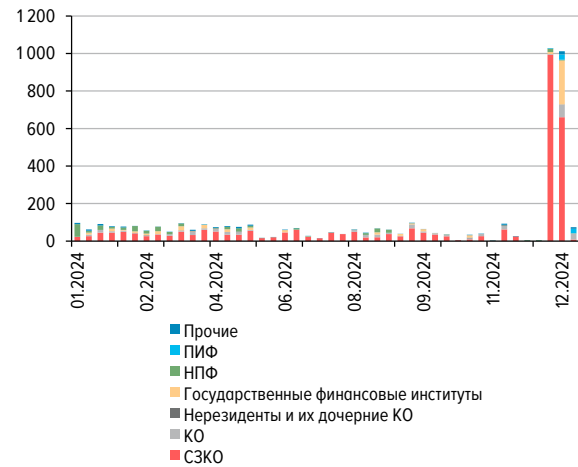
В 2024 г. основная часть плана заимствований была реализована во втором полугодии (рис. 9). Декабрьские размещения ОФЗ с плавающим купоном на двух аукционах подряд позволили добрать недостающий объем (2 трлн руб. в номинальном выражении). При этом основными покупателями на аукционах ОФЗ остались банки, которые приобрели почти 76% всех размещенных в 2024 г. бумаг. Привлечь больше половины годового плана заимствований (59%) традиционно помогли выпуски ОФЗ с плавающим купоном (ОФЗ-ПК). С одной стороны, они позволяют банкам не увеличивать процентный риск своих портфелей, а с другой стороны, дают возможность инвесторам получать высокий купонный доход при росте рыночных ставок. Еще одним привлекательным фактором для банков являлось то, что вложения в ОФЗ-ПК позволили нарастить высоколиквидные активы для выполнения НКЛ.

ПЕРВИЧНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ ОФЗ ПО ТИПАМ БУМАГ (МЛРД РУБ.) Рис. 9



Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ДОЛЕЙ ПО ТИПАМ ПОКУПАТЕЛЕЙ НА АУКЦИОНАХ ОФЗ (МЛРД РУБ.) Рис. 10



Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

Доход по размещенным в декабре 2024 г. ОФЗ-ПК рассчитывается не по средней ставке RUONIA за купонный период (как по предыдущим выпускам), а на основе ее срочной версии, рассчитываемой Банком России, на срок 3 месяца. В текущих рыночных условиях это означает несколько более высокий доход для инвесторов (за счет реинвестирования), что позволило Минфину России размещать новые бумаги с относительно более низкой премией по сравнению с флоатерами предыдущего формата.

### Врезка. Премия за срок на рынке ОФЗ

Доходности ОФЗ можно упрощенно разложить на две составляющие – риск-нейтральную ставку (средний ожидаемый уровень краткосрочных процентных ставок в экономике в течение периода до погашения бумаги) и премию за срок (компенсация инвестору за неопределенность вложений в длинные облигации взамен краткосрочных активов с меньшим уровнем риска). Используя такую декомпозицию, можно определить, в какой мере рост доходностей ОФЗ обусловлен общей неопределенностью относительно будущих макроэкономических условий или же ожиданиями длительных жестких ДКУ.

Мы провели декомпозицию, используя данные по рынку ОФЗ за 2015–2024 гг. и аффинную модель временной структуры процентных ставок<sup>1</sup>. Затем определили наиболее значимые макроэкономические факторы, влияющие на премию за срок. В частности, это инфляция, инфляционные ожидания и волатильность валютного курса.

Мы выяснили, что до 2023 г. рост доходностей ОФЗ почти полностью объяснялся увеличением премии за срок в периоды повышенных инфляционных ожиданий или усиления волатильности валютного курса. Таким образом, инвесторы отыгрывали неопределенность относительно устойчивости проинфляционных рисков и реакции на них со стороны ДКП. При этом риск-нейтральная составляющая менялась незначительно, то есть рынки рассчитывали на возвращение ключевой ставки к прежним уровням по мере снижения и стабилизации инфляции.

В то же время в 2023–2024 гг. доходности ОФЗ росли за счет увеличения как премии за срок, так и риск-нейтральной ставки. Риск-нейтральная составляющая выросла даже сильнее, чем временная премия. Таким образом, инвесторы стали ожидать существенно более высокую траекторию ключевой ставки на длительном горизонте.

Методология и результаты оценки премии за срок на рынке ОФЗ подробнее описаны в аналитической записке [«Премия за срок и ее детерминанты \(на примере рынка ОФЗ\)»](#).

ДИНАМИКА ПРЕМИИ ЗА СРОК И КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ БАНКА РОССИИ

Рис. 11



Источник: Банк России.

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ДОХОДНОСТИ К ПОГАШЕНИЮ ОФЗ СРОКОМ 10 ЛЕТ

Рис. 12



Источник: Банк России.

<sup>1</sup> Adrian T., Crump R.K., Moench E. Pricing the term structure with linear regressions // Journal of Financial Economics. 2013. Vol. 110. No 1. P. 110–138.

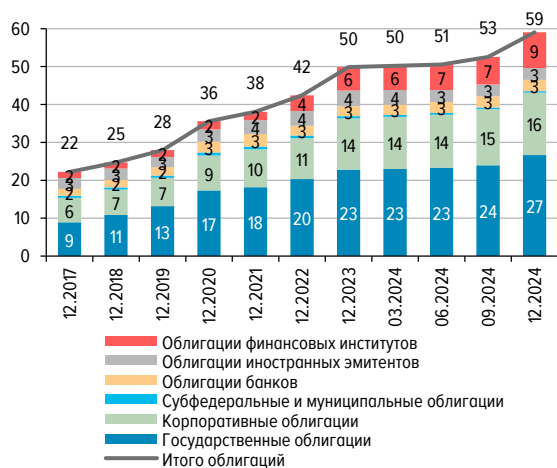
## 4. КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ. ГОД ФЛОАТЕРОВ

- Ужесточение ДКП не остановило рост рынка корпоративных облигаций, который еще больше усилился во второй половине года, одновременно с укреплением ожиданий участников рынка относительно более длительного периода жестких денежно-кредитных условий, чем предполагалось ранее.
- Объемы размещений сместились в пользу эмитентов высокого кредитного качества. Эмитентам из категорий более низкого кредитного качества сложнее стало привлекать средства на рынке, увеличился объем неисполненных обязательств по облигационным выпускам.
- Сроки облигаций сократились. Выросла доля бумаг с погашением до 1 года.

Несмотря на ожидания дальнейшего повышения ключевой ставки, в той или иной степени преваляровавшие на рынке в прошедшем году, совокупный объем рынка российских облигаций (включая все сегменты облигационного рынка) уже в I квартале превысил отметку в 50 трлн руб. и к концу года приблизился к 60 трлн рублей<sup>1</sup>. Основной рост ожидаемо пришелся на сегмент госбумаг (+17% г/г) и корпоративных облигаций (+21% г/г) (рис. 13). Последний продолжал расти в течение всего года, несмотря на повышение доходностей, и достиг к концу 2024 г. 16,5 трлн рублей. Примечательно, что рост облигационного рынка ускорился во втором полугодии, когда у участников рынка укрепились ожидания гораздо более длительного периода жесткой ДКП.

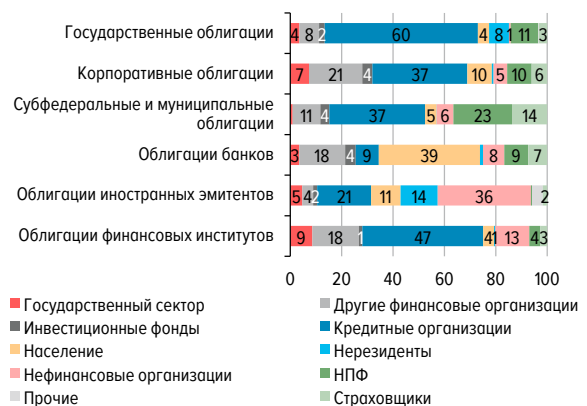
Компании стремились успеть привлечь средства, когда этому в наибольшей степени благоприятствовали рыночные условия. При этом если [2023 г.](#) положил начало активному интересу корпоративных эмитентов к размещению флоатеров, то в 2024 г. эта тенденция получила активное развитие. Корпоративным эмитентам выпуск облигаций с плавающим купоном позволял привлекать средства на рынке облигаций даже в период ожиданий повышения ставок, а инвесторам предоставлял возможность получать дополнительный доход при росте ставок на рынке.

ОБЪЕМ ОБЛИГАЦИЙ НА СЧЕТАХ В РОССИЙСКИХ ДЕПОЗИТАРИЯХ (ТРЛН РУБ.) Рис. 13



Источник: Банк России.

СТРУКТУРА ДЕРЖАТЕЛЕЙ ОБЛИГАЦИЙ НА 31.12.2024 (%) Рис. 14



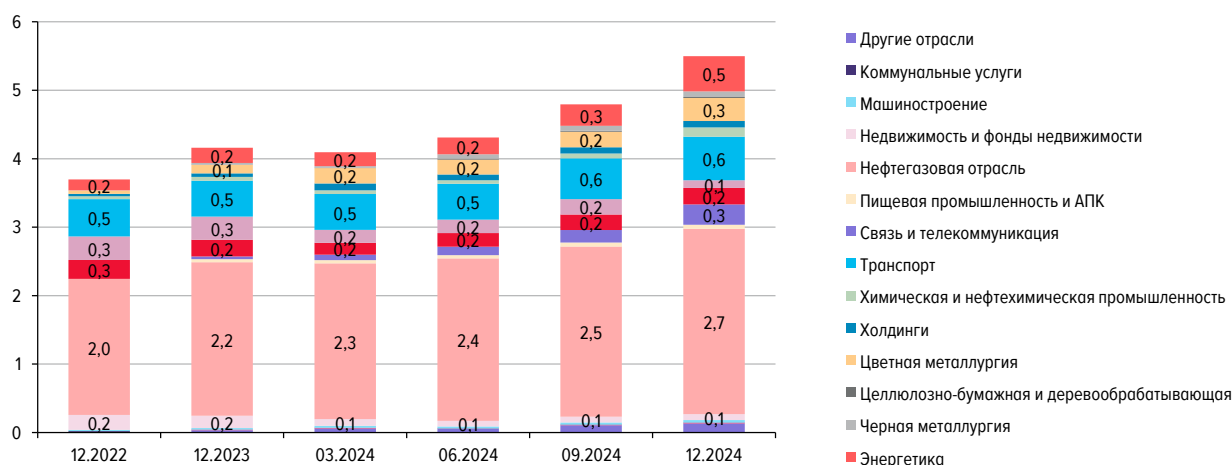
Примечание. Категория «Государственный сектор» включает собственные вложения Банка России, государственных финансовых корпораций и нефинансовых государственных организаций.

Источник: Банк России.

<sup>1</sup> Объем облигаций на счетах в депозитариях по номинальной стоимости.

**ОБЪЕМ ОБЛИГАЦИЙ КОРПОРАТИВНЫХ ЭМИТЕНТОВ С ПЛАВАЮЩИМ КУПОНОМ (ФЛОАТЕРОВ) НА СЧЕТАХ В РОССИЙСКИХ ДЕПОЗИТАРИЯХ**  
(ТРЛН РУБ.)

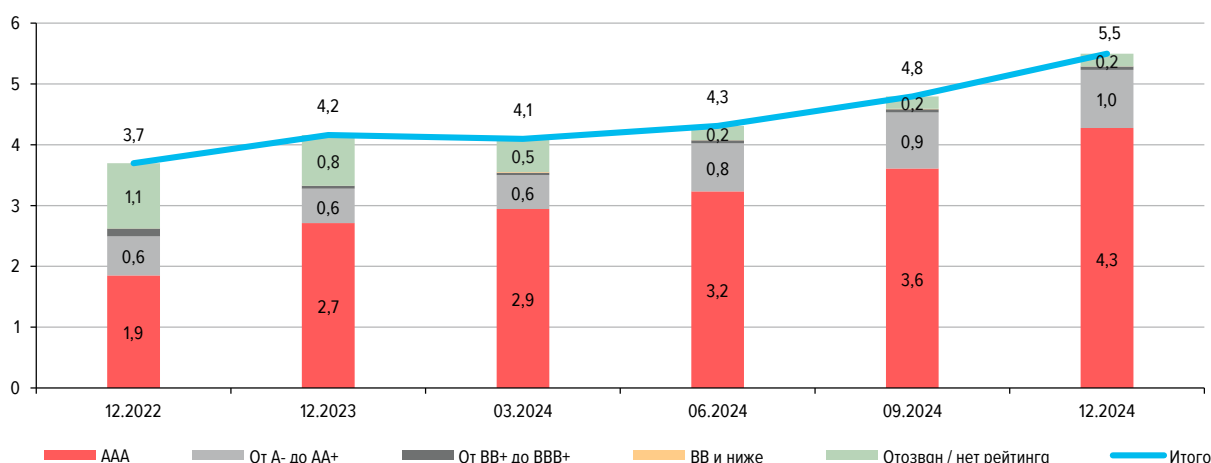
Рис. 15



Источники: Банк России, Cbonds.

**РЕЙТИНГОВАЯ СТРУКТУРА ОБЛИГАЦИЙ КОРПОРАТИВНЫХ ЭМИТЕНТОВ С ПЛАВАЮЩИМ КУПОНОМ**  
(ТРЛН РУБ.)

Рис. 16



Источники: Банк России, Cbonds.

На фоне увеличения процентных ставок наибольший прирост размещений пришелся на эмитентов высокого кредитного качества (рис. 16, 18). Эмитентам из категорий более слабого кредитного качества сложнее стало привлекать средства на рынке. Так, доля нерейтингованных бумаг сократилась почти в 2,5 раза: выпуски, которые погашались в прошедшем году, не рефинансировались, и лишь небольшая доля эмитентов смогла разместить новые выпуски.

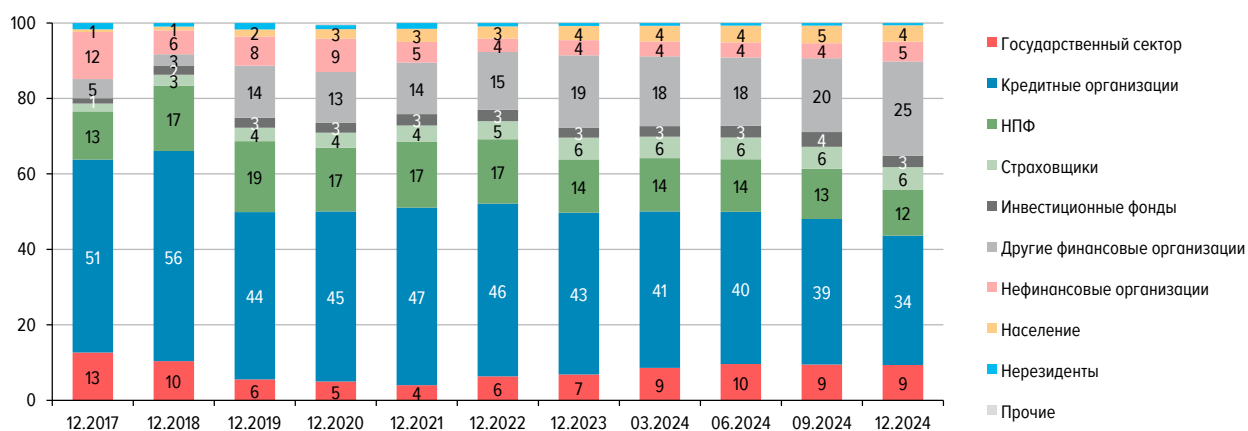
Банки остаются основными инвесторами в корпоративные облигации, однако их доля в 2024 г. продолжила сокращаться, снизившись с 43 до 34%. При этом несколько выросли вложения населения, нефинансовых организаций и прочих финансовых организаций (рис. 17).

Физические лица увеличили объем вложений в облигации высокого кредитного качества. Если раньше физлица были основными инвесторами в сегмент высокорисковых высокодоходных облигаций, то на фоне роста доходностей облигации эмитентов первого эшелона позволяли получить высокий и менее рискованный доход.

Кредитные спреды в прошедшем году увеличились для всех рейтинговых категорий, наиболее сильно – во второй половине года, когда Банк России активнее стал повышать ключевую ставку.

СТРУКТУРА ДЕРЖАТЕЛЕЙ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ  
(%)

Рис. 17

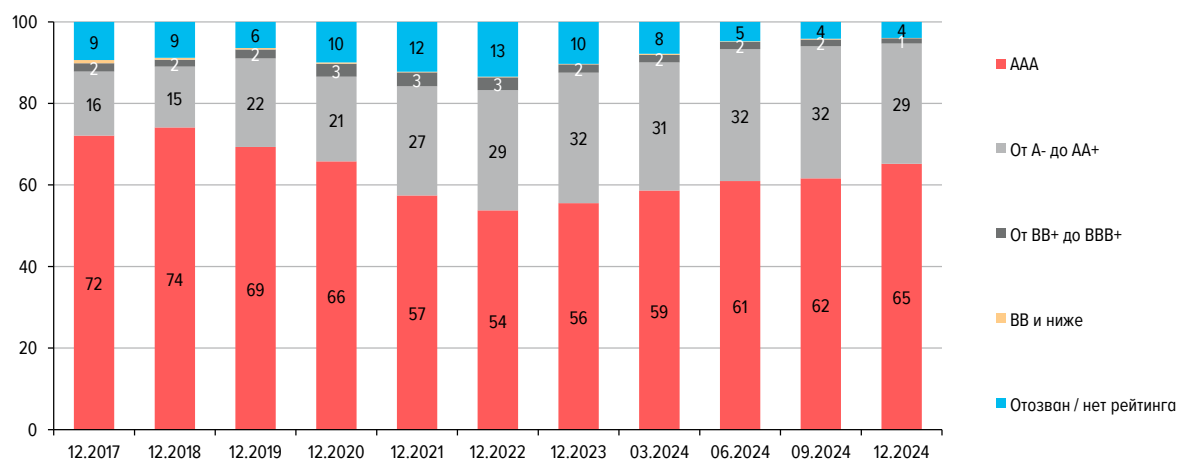


Примечание. Категория «Государственный сектор» включает собственные вложения Банка России, государственных финансовых корпораций и нефинансовых государственных организаций.

Источники: Банк России, Cbonds.

РЕЙТИНГОВАЯ СТРУКТУРА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ  
(%)

Рис. 18



Источники: Банк России, Cbonds.

В таких условиях ограничилась возможность размещений на рынке для компаний более низкого кредитного качества. Выросшую стоимость заимствований могли позволить себе лишь эмитенты из высшей кредитной категории.

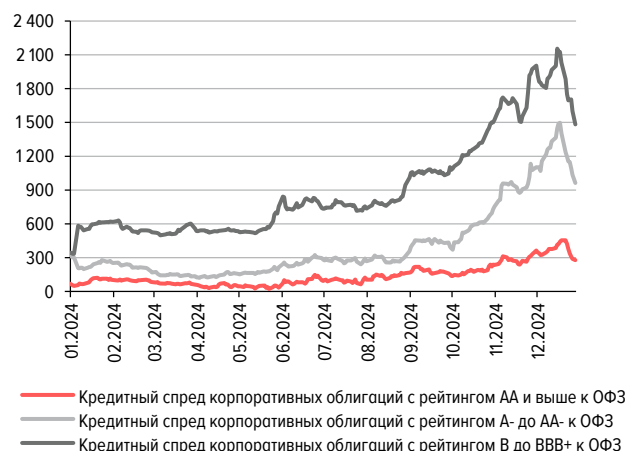
На некоторый рост кредитных рисков указывает также увеличение объема неисполненных обязательств по облигациям. Так, в 2024 г. почти в 3 раза вырос объем таких обязательств по облигациям (исключая технические дефолты), однако при этом доля дефолтов относительно всего рынка корпоративных облигаций остается низкой (0,21%).

Помимо смещения основного объема размещений в пользу эмитентов высокого кредитного качества, сократились и сроки корпоративных облигаций. Выросла доля бумаг с погашением до 1 года. В текущих условиях роста кредитного риска либо риска роста процентных ставок инвесторы стремятся ограничить срочность своих вложений.

Необходимость выполнения регуляторных требований по НКЛ повысила потребность банков в ликвидных активах и привела с конца октября к расширению кредитных спредов и спредов доходностей облигаций к ОФЗ (рис. 19). В декабре некоторое смягчение регуляторных требований, наряду с сохранением ключевой ставки без изменения, вызвали сужение спредов.

**ДИНАМИКА СПРЕДОВ ДОХОДНОСТЕЙ ОБЛИГАЦИЙ С РАЗЛИЧНЫМ УРОВНЕМ КРЕДИТНОГО РЕЙТИНГА К ОФЗ** Рис. 19

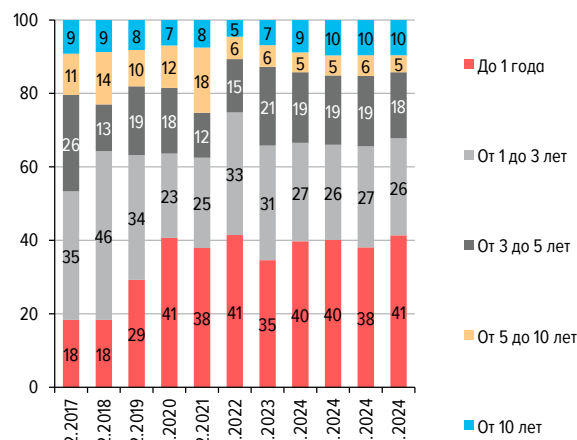
(Б.П. ГОДОВЫХ)



Источники: Банк России, Cbonds.

**СРОЧНОСТЬ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РУБЛЯХ** Рис. 20

(%)



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

### Врезка. Инвестиции физических лиц в облигации в 2024 году

Текст разделов 3–4 настоящего Обзора основан на данных депозитарной отчетности по номинальной стоимости. Во врезке использовались данные депозитарной отчетности по рыночной стоимости.

По итогам 2024 г. вложения инвесторов – физических лиц в облигации составили 4,4 трлн руб. (+0,2 трлн руб., или +4% г/г). На динамику портфеля значительно повлияло снижение стоимости облигаций, что тем не менее было компенсировано новыми вложениями. Также рост показателя частично был связан с валютной переоценкой инструментов, параметры которых чувствительны к изменениям курса рубля<sup>1</sup>. При этом 17% от общей суммы вложений физических лиц приходилось на облигации иностранных эмитентов и квазинрезидентов, которые с высокой вероятностью оставались замороженными. Благодаря завершению замещения еврооблигаций в 2024 г., в частности, выпуску замещающих облигаций Минфином России в декабре, на конец года розничные инвесторы могли свободно распоряжаться облигациями как минимум на 3,6 трлн рублей. Далее рассмотрим подробнее структуру этих вложений<sup>2</sup>.

Основную их часть на протяжении последних двух лет составляли облигации нефинансовых компаний (прежде всего компаний нефтегазовой отрасли). В 2024 г. их доля увеличилась до 41% в основном за счет выпуска замещающих облигаций. Значительную часть в относительно стабильной пропорции также занимали облигации кредитных организаций и государственные облигации (рис. 21).

Сохранение процентных ставок на высоком уровне и жесткая риторика Банка России в течение года способствовали увеличению интереса инвесторов – физических лиц к флоатерам благодаря отсутствию процентного риска. За год объем вложений в такие бумаги вырос в 3 раза, их доля в общем объеме вложений в облигации – с 4 до 11% (рис. 22).

Доля замещающих бумаг на счетах физических лиц по итогам 2024 г. достигла четверти<sup>3</sup>. Замещение еврооблигаций повлияло на валютную структуру вложений розничных инвесторов в облигации резидентов: бумаги, номинированные в долларах США, составили 35% вложений по сравнению с 30% годом ранее, 52% приходилось на рублевые облигации (55% на начало года). Инвесторы – физические лица рассматривали замещающие облигации как защитный актив, в том числе в условиях усилившегося в конце года ослабления рубля.

<sup>1</sup> Замещающие облигации, а также облигации иностранных эмитентов. При этом для облигаций иностранных эмитентов характерна «бумажная» переоценка в условиях вероятной заморозки таких активов.

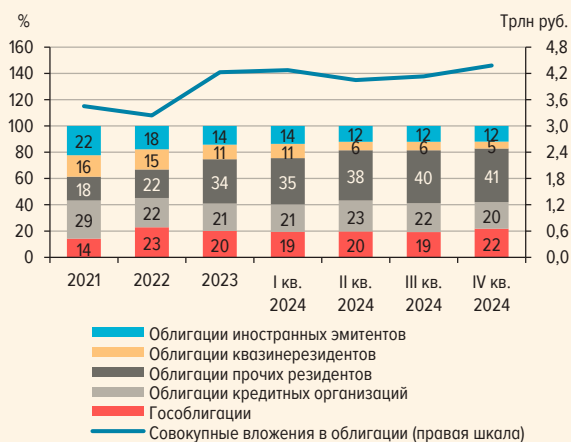
<sup>2</sup> Здесь и далее речь идет об инвестициях розничных инвесторов в облигации резидентов.

<sup>3</sup> С учетом субординированных облигаций.



СТРУКТУРА ВЛОЖЕНИЙ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ  
В ОБЛИГАЦИИ И ОБЪЕМ ВЛОЖЕНИИ

Рис. 21



Примечание. Категория «Гособлигации» включает ОФЗ и еврооблигации Минфина России, а также региональные и муниципальные облигации.  
Источник: Банк России.

ТИПЫ ОБЛИГАЦИЙ РЕЗИДЕНТОВ В СЧЕТАХ  
ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ

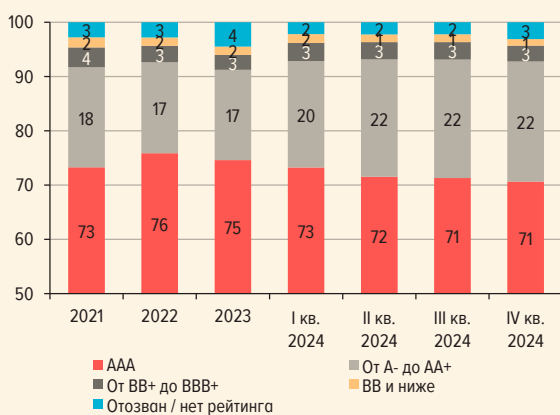
Рис. 22



Примечание. Категория «Гособлигации» включает ОФЗ и еврооблигации Минфина России, а также региональные и муниципальные облигации. Замещающие субординированные облигации отнесены в категорию «Субординированные».  
Источники: Банк России, Cbonds.

РЕЙТИНГОВАЯ СТРУКТУРА ОБЛИГАЦИЙ  
РЕЗИДЕНТОВ НА СЧЕТАХ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ

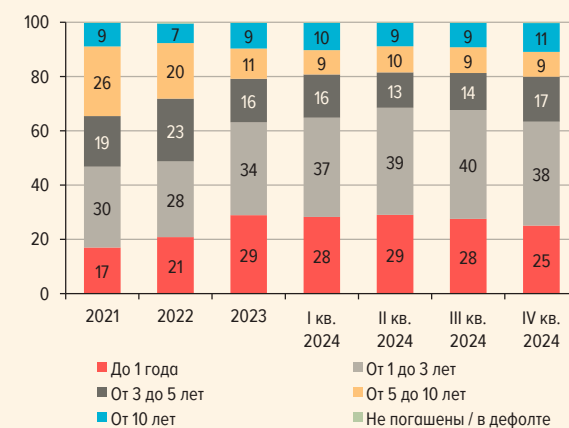
Рис. 23



Примечание. По каждому выпуску использовался лучший рейтинг от российских рейтинговых агентств. При отсутствии рейтинга выпуска использовался лучший из рейтингов эмитента.  
Источники: Банк России, Cbonds.

СРОЧНОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ РЕЗИДЕНТОВ  
НА СЧЕТАХ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ

Рис. 24



Примечание. По каждому выпуску рассчитывался срок до ближайшей оферты / погашения.  
Источники: Банк России, Cbonds.

Розничные инвесторы продолжали вкладываться и в классические бумаги, в том числе с целью зафиксировать привлекательную доходность по длинным выпускам. Доля облигаций с фиксированным купоном на счетах инвесторов – физических лиц составила 45%.

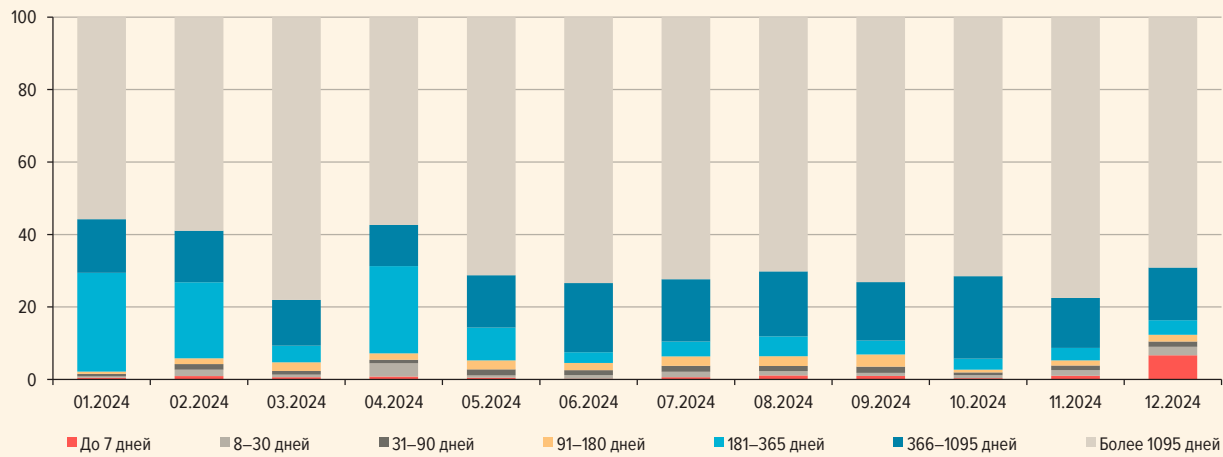
Еще одной тенденцией 2024 г. стало снижение срочности облигаций на счетах розничных инвесторов: их инвестиционный горизонт несколько сократился в связи с корректировкой ожиданий относительно уровня ставок в экономике и неопределенностью, вызванной ускорением роста цен. При этом к концу года доля средне- и долгосрочных выпусков выросла (рис. 24).

В целом активность розничных инвесторов на рынке облигаций за год увеличилась: среднеемесячное число клиентов, заключавших сделки на МосБирже, выросло с 344 до 436 тыс. лиц. Большую часть составляли более опытные участники – со стажем от 1 года. Однако значительная доля в 21–27% в отдельные месяцы в начале года приходилась на клиентов, открывших счета полгода – год назад, а в декабре наблюдался рост участия новых инвесторов (рис. 25). Более подробный анализ розничных инвестиций в облигации представлен в [Обзоре ключевых показателей брокеров за III квартал 2024 г.](#) (стр. 9).

СТРУКТУРА ПОКУПОК ФИЗИЧЕСКИМИ ЛИЦАМИ ОБЛИГАЦИЙ РЕЗИДЕНТОВ НА БИРЖЕВЫХ РАЗМЕЩЕНИЯХ  
В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ВРЕМЕНИ, ПРОШЕДШЕГО С МОМЕНТА РЕГИСТРАЦИИ НА БИРЖЕ

Рис. 25

(%)



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

## 5. ОБЪЕМ РЫНКА ЦФА СУЩЕСТВЕННО ВЫРОС

- Рынок ЦФА начал формироваться только в 2022 г., однако интерес как инвесторов, так и эмитентов стимулирует его активное развитие.
- В 2024 г. рынок ЦФА вырос более чем в 9 раз: наряду с крупными эмитентами, на рынок выходят небольшие компании, чему способствует появление новых операторов информационных систем (ОИС) и операторов обмена (ООЦФА).
- Среди размещенных выпусков преобладают рублевые долговые ЦФА с фиксированной доходностью и сроком погашения до одного года.
- На рынке ЦФА сохраняется высокая концентрация. Основной объем размещается тремя крупными эмитентами, двое из которых являются банками, размещающими выпуски на связанных с ними платформах.

Распространение технологии распределенных реестров привело к появлению новых финансовых продуктов, включая токенизированные инструменты в виде ЦФА. Важно отметить, что ЦФА не являются криптовалютой. ЦФА – это новый регулируемый российским правом финансовый инструмент, который базируется на технологии распределенных реестров. В некоторых юрисдикциях (например, в США, ЕС и Бразилии) ЦФА рассматриваются как цифровое представление традиционных финансовых инструментов, в связи с чем регулируются по аналогии с ценными бумагами. В других случаях, включая Россию, ЦФА имеют отдельный нормативный статус и регулируются с учетом особенностей токенизированных инструментов.

В России действует модель прямого регулирования ЦФА, которая предусматривает выделение их в отдельный объект регулирования с особым правовым статусом<sup>1</sup>. В 2020 г. ЦФА были законодательно определены как вид цифровых прав, которые включают денежные требования, возможность осуществлять права по эмиссионным ценным бумагам (в том числе право требовать их передачу) и право участвовать в капитале непубличной компании<sup>2</sup>. Инфраструктура рынка ЦФА представлена ОИС и ООЦФА, реестры которых ведет Банк России. ОИС обеспечивают выпуск, учет и обращение ЦФА, в то время как ООЦФА могут позволить совершать сделки с ЦФА, выпущенными в разных информационных системах.

Первые выпуски ЦФА были размещены в 2022 г. после включения в реестр первых ОИС. Однако небольшие выпуски ЦФА носили единичный характер, и по итогам 2022 г. объем рынка не превысил даже 1 млрд рублей. Во второй половине 2023 г. рынок ЦФА заметно оживился на фоне расширения реестра ОИС и выхода на рынок крупных эмитентов из банковского сектора, которые тестировали возможности нового инструмента. В результате по итогам 2023 г. компании разместили 304 выпуска общим объемом почти 65 млрд рублей.

В 2024 г. объемы рынка ЦФА существенно выросли благодаря активному выходу на рынок как крупных эмитентов, так и небольших компаний. В течение года объем первичных размещений ЦФА вырос почти в 9 раз и составил 594 млрд рублей. Как и на рынке корпоративных облигаций, наибольшую активность эмитенты ЦФА проявили в IV квартале, разместив 370 выпусков общим объемом более 200 млрд руб. (рис. 26). Всего в 2024 г. ЦФА выпустили 189 компаний, однако почти две трети из них разместили всего по одному небольшому выпуску.

<sup>1</sup> Доклад для общественных консультаций «Развитие рынка цифровых активов в Российской Федерации».

<sup>2</sup> Федеральный закон от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Несмотря на широкие возможности токенизированных инструментов, компании пока используют ЦФА преимущественно как альтернативу облигациям. По итогам 2024 г. их доля в структуре первичных размещений составила 88%. Структура платежей по долговым ЦФА аналогична облигациям: в зависимости от решения об эмиссии и срочности выпуска инвестор получает периодические выплаты и номинальную стоимость в дату погашения. Вместе с тем на рынке ЦФА стали появляться уникальные выпуски с привязкой к стоимости драгоценных металлов, камней, недвижимости и акций. Кроме того, отдельные эмитенты разместили гибридные выпуски: они объединяют в себе характеристики ЦФА и утилитарных цифровых прав, закрепляя за держателем право на получение услуги или материальной ценности – например, золотого слитка.

ЦФА пока не являются полноценным каналом заимствований для многих компаний и остаются источником краткосрочного рублевого фондирования. Около 73% от объема выпусков, размещенных в 2024 г., имеют срок погашения до 1 года, причем преобладают ЦФА со сроком погашения менее 6 мес. (рис. 27). Сдерживающими факторами развития рынка остаются необходимость отдельного учета ЦФА для целей налогообложения прибыли и высокие процентные ставки в экономике.

В 2024 г. эмитенты размещали ЦФА преимущественно с фиксированными выплатами, так как ожидали дальнейшего ужесточения ДКП и роста стоимости заимствований. Если в 2023 г. ЦФА с зависимыми выплатами (плавающая ставка и привязка к другим активам) составили 86% от объема первичных размещений, то в 2024 г. их доля снизилась до 30% (рис. 28). В качестве базовой ставки почти для всех выпусков ЦФА-флоатеров выступает ключевая ставка Банка России. При этом если в 2023 г. средний фиксированный спред к ключевой ставке составлял 0,53 п.п., то в 2024 г. он вырос до 1,73 п.п.<sup>3</sup>, так как инвесторы требовали повышенную премию в условиях ужесточения ДКУ и усиления кредитного риска эмитентов. При этом более 90% от всего объема ЦФА в 2023–2024 гг. разместили компании, имеющие кредитный рейтинг. На компании высокого кредитного качества с рейтингом «AAA», которые преобладают среди эмитентов корпоративных облигаций, пришлось порядка трети первичного рынка ЦФА. Также около трети всего объема ЦФА разместили эмитенты с рейтингом от «А-» до «AA+».

Рынок ЦФА характеризуется высокой концентрацией со стороны как ОИС, так и эмитентов. В течение 2024 г. только 9 из 14 ОИС, включенных в реестр Банка России, участвовали в эмиссии ЦФА, при этом 72% выпусков было размещено в трех крупнейших информационных системах. Основными эмитентами ЦФА остаются банки (рис. 29), в то время как компании других отраслей размещают небольшие выпуски. В результате три эмитента, включая два банка, связанные с крупнейшими ОИС, обеспечили почти две трети от всего размещенного объема ЦФА в 2024 году.

Краткосрочный рост рынка ЦФА могут поддержать новые выпуски МСП и небольших компаний. Их возможности привлечь фондирование на рынке облигаций ограничены: ЦФА позволяют быстро разместить выпуск с использованием более простой процедуры, нежели при эмиссии классических облигаций. В то же время долгосрочное развитие рынка требует расширения вторичного обращения ЦФА, в том числе за счет развития взаимодействия между ЦФА, включая интероперабельность информационных систем.

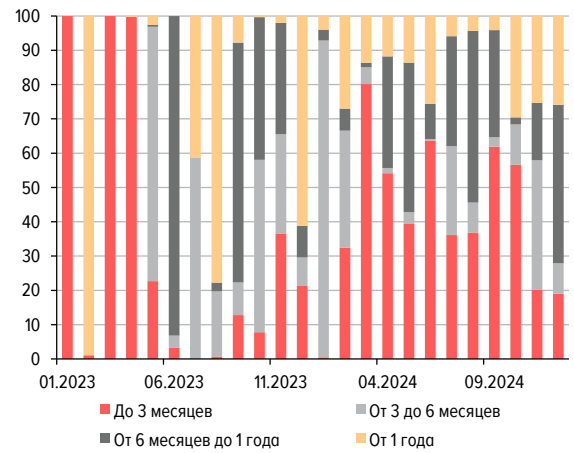
<sup>3</sup> На основе данных Cbonds. Основное ограничение данных Cbonds – отсутствие информации по выпускам, итоги которых не публикуются на сайтах ОИС или не предоставляются по информационному обмену.

**ОБЪЕМ ПЕРВИЧНОГО РЫНКА ЦФА И КОЛИЧЕСТВО РАЗМЕЩАЕМЫХ ВЫПУСКОВ** Рис. 26



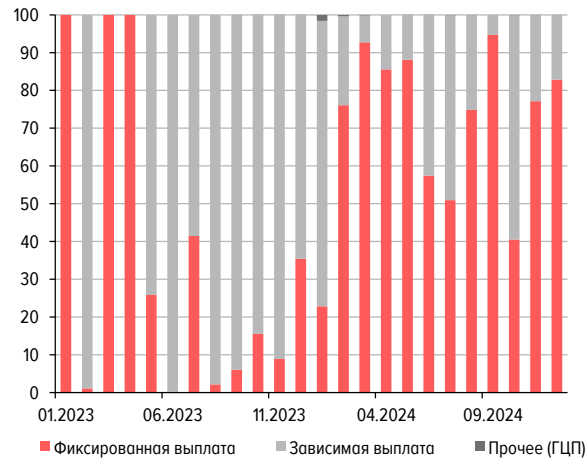
Источник: Банк России.

**СРОЧНАЯ СТРУКТУРА ОБЪЕМА ЭМИССИИ ЦФА (%)** Рис. 27



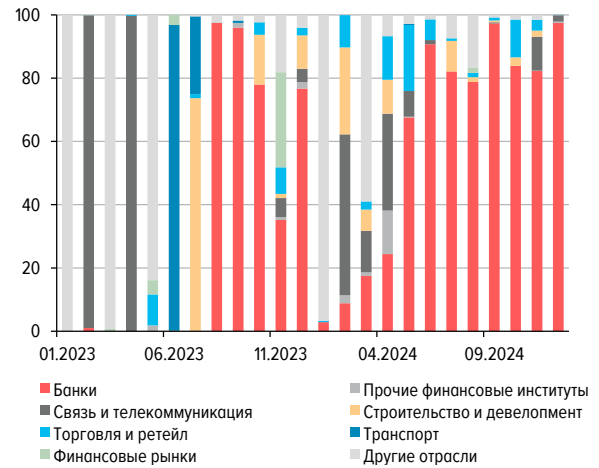
Источник: Банк России.

**СТРУКТУРА ОБЪЕМА ЭМИССИИ ЦФА ПО ТИПУ ПЛАТЕЖЕЙ (%)** Рис. 28



Источник: Банк России.

**ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА ЭМИТЕНТОВ ЦФА (%)** Рис. 29



Источники: Банк России, Сbonds.

## 6. ВОЛАТИЛЬНОСТЬ АКЦИЙ ПЕРВОГО ЭШЕЛОНА ВЫРОСЛА

- Несмотря на увеличение активности на рынке акций, показатели ликвидности несколько ухудшились относительно прошлого года. Основные участники торгов – физлица – в основном придерживались краткосрочных стратегий.
- Большое количество корпоративных событий и новостей вызвало рост волатильности<sup>1</sup> акций первого уровня листинга.
- Выплата дивидендов поддерживала интерес к фондовому рынку. В 2024 г. рекордное за последние четыре года количество эмитентов анонсировали и выплатили дивиденды.

Инвестиции в акции в 2024 г. по доходности уступали менее рисковому альтернативам – прежде всего банковским вкладам и фондам денежного рынка. Давление на рынок акций возникало из-за ухудшения перспектив в отношении финансовых результатов компаний по причине увеличения налоговой нагрузки с 2025 г., усиления санкционных ограничений и роста расходов по обслуживанию долговых обязательств вследствие ужесточения ДКП Банком России во втором полугодии. Стоит отметить, что рынок активно отыгрывал новости о решениях по ключевой ставке: в дни заседаний Индекс МосБиржи менялся по модулю<sup>2</sup> в среднем на 2,3%, а в остальные дни – на 0,9%. Как правило, положительная реакция (рост индекса) наблюдалась при более мягких по сравнению с ожиданиями участников рынка решениях регулятора.

Активность на вторичном рынке акций выросла. Так, среднемесячный объем торгов<sup>3</sup> на МосБирже в основном режиме в 2024 г. составил 4,3 трлн руб. по сравнению с 3,2 трлн руб. годом ранее. Доля физлиц в оборотах составляла 76–80% (77–84% в 2023 г., рис. 30). Среднемесячное число активных клиентов достигло 1,6 млн лиц по сравнению с 1,3 млн годом ранее. В структуре объемов торгов акциями наблюдалось сокращение доли бумаг второго и третьего эшелонов (рис. 31). Это говорит о предпочтении инвесторами более ликвидных акций надежных эмитентов в условиях неопределенности, вызванной повышенной инфляцией и геополитическими факторами.

Несмотря на рост активности, показатели ликвидности акций несколько ухудшились относительно прошлого года. Так, санкции, введенные против Группы «Московская Биржа» в июне, а также ухудшение настроений на рынке в II квартале привели к росту уровней bid-ask спредов<sup>4</sup> для бумаг всех уровней листинга (рис. 32). Для показателей оборачиваемости акций<sup>5</sup> в свою очередь была характерна тенденция к снижению. Исключение составили бумаги первого эшелона (рис. 33), для которых оборачиваемость в отдельные месяцы достигала локальных максимумов на горизонте более 10 лет.

Диапазон значений волатильности акций из разных эшелонов сократился в 2024 г. по сравнению с предыдущим годом. Показатели волатильности акций различных уровней листинга во втором

<sup>1</sup> Рассчитывалась как стандартное отклонение дневных изменений цен.

<sup>2</sup> Изменения происходили как в положительную, так и в отрицательную сторону.

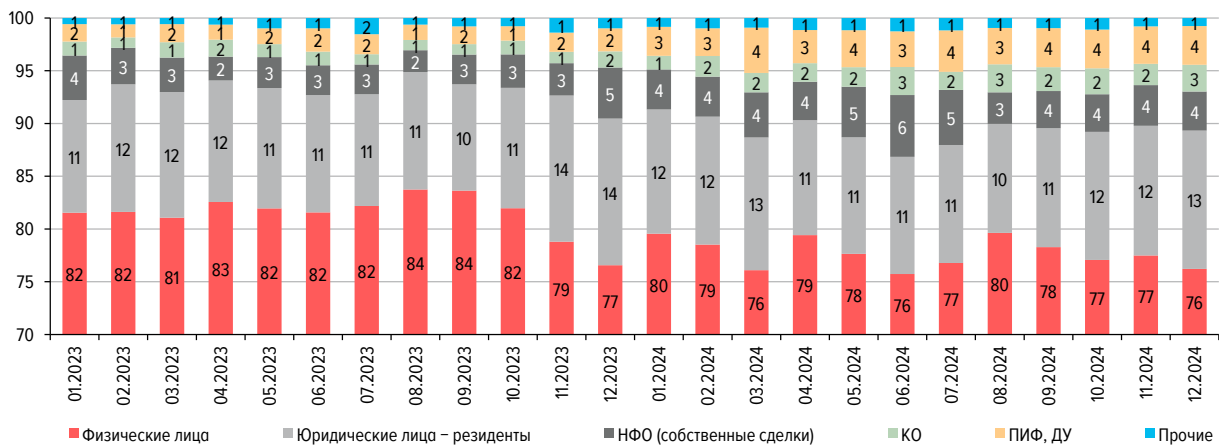
<sup>3</sup> Сумма сделок покупки и продажи бумаг.

<sup>4</sup> 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. Более низкие значения показателя свидетельствуют о большей ликвидности.

<sup>5</sup> Рассчитывалась за каждый день по каждому инструменту как доля объема дневных торгов в капитализации. Итоговое значение – среднее за месяц из дневных значений. Более высокие значения показателя свидетельствуют о большей ликвидности.

СТРУКТУРА ТОРГОВ НА РЫНКЕ АКЦИЙ В РАЗРЕЗЕ ТИПОВ УЧАСТНИКОВ (%)

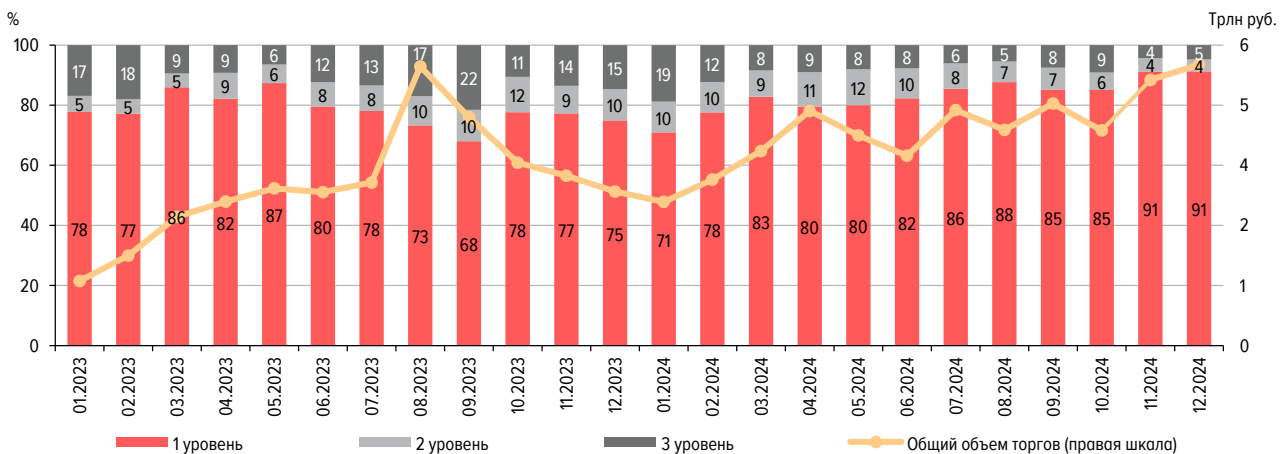
Рис. 30



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

ДОЛИ АКЦИЙ РАЗЛИЧНЫХ УРОВНЕЙ ЛИСТИНГА В ОБОРОТАХ И ОБЩИЙ ОБЪЕМ ТОРГОВ

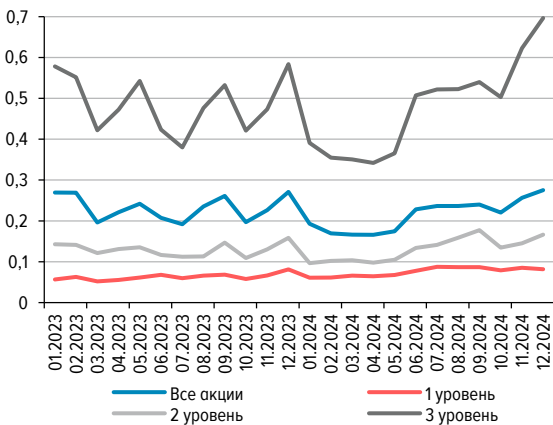
Рис. 31



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

ВІD-АSK СПРЕД ПО УРОВНЯМ АКЦИЙ (%)

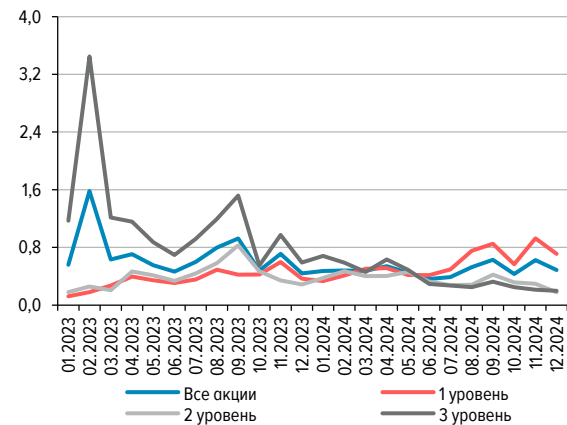
Рис. 32



Примечание. Учитывались сделки только в основном режиме торгов. Данные за предыдущие периоды были пересмотрены в связи с уточнением расчетов.  
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

ОБОРАЧИВАЕМОСТЬ ПО УРОВНЯМ АКЦИЙ (%)

Рис. 33



Примечание. Учитывались сделки только в основном режиме торгов. Данные за предыдущие периоды были пересмотрены в связи с уточнением расчетов.  
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

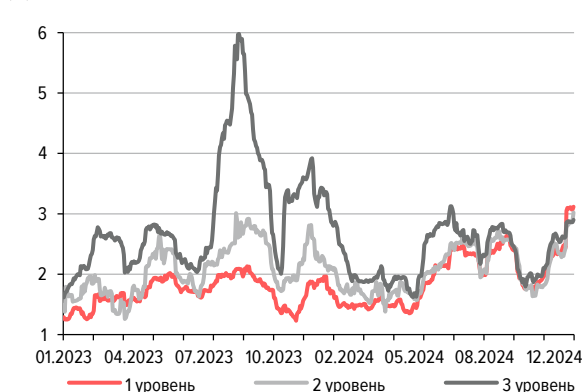


полугодии были примерно на одном уровне и менялись практически синхронно. При этом в среднем увеличилась волатильность акций первого уровня листинга (рис. 34). Это (как и рост оборачиваемости) было связано с большим количеством корпоративных событий и новостей<sup>6</sup> (следствием которых в том числе была временная приостановка торгов), на которые реагировал рынок. В конце года волатильность акций первого эшелона превысила показатели бумаг других уровней листинга. Это было вызвано ростом цен отдельных акций вследствие позитивной реакции участников рынка на декабрьское решение Банка России сохранить ставку на уровне 21,0%, которое стало во многом неожиданным.

Некоторый рост волатильности также наблюдался среди акций крупных компаний, ранее зарегистрированных за рубежом, в связи с завершением редомициляции. После 2022 г. у таких компаний появилась потребность в переходе в российскую или дружественную юрисдикцию для преодоления санкционных ограничений, связанных, помимо прочего, с операциями в иностранной финансовой инфраструктуре. Благодаря этому, с одной стороны, редомициляция оказывает положительное влияние на котировки бумаг эмитентов. С другой стороны, какое-то время цены акций могут находиться под давлением из-за того, что у инвесторов появляется возможность продать бумаги. Разнонаправленное действие этих факторов может вызывать колебания цен акций в краткосрочном периоде. В 2025 г. еще несколько компаний завершат процесс редомициляции, что также может проявиться в краткосрочном увеличении волатильности их бумаг.

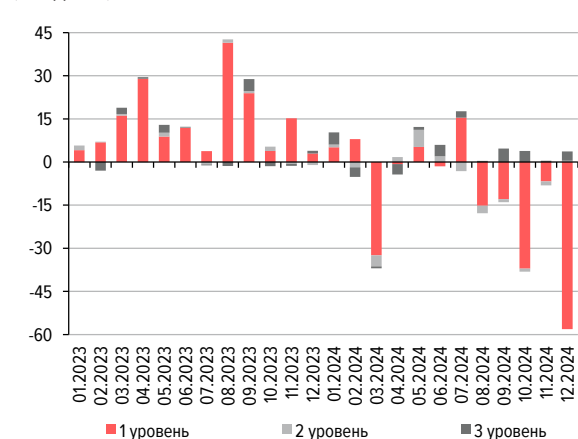
Нетто-продажи физлицами акций на вторичном рынке за год составили 119 млрд руб. (нетто-покупки годом ранее – 176 млрд руб.). В частности, физлица приобрели акций третьего эшелона на 18 млрд руб., продали бумаг второго эшелона на 4 млрд руб., первого эшелона – на 98 млрд руб. (рис. 35). Основной вклад в годовой показатель внесли чистые продажи в декабре, что, вероятно, было связано с желанием инвесторов зафиксировать прибыль на фоне роста индекса. При этом клиенты с опытом от 1 года являлись чистыми продавцами бумаг, остальные (с меньшим стажем) – чистыми покупателями. Относительно высокие показатели объемов торгов при небольших нетто-покупках говорят о стремлении получить прибыль в краткосрочной перспективе на фоне ожиданий и новостей относительно решений по ДКП и корпоративных событий. Такое стремление может не принести желаемого результата. Кроме того, частое заключение сделок снижает доходность вложений из-за комиссий биржи и брокера.

ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ДОХОДНОСТЕЙ ПО УРОВНЯМ АКЦИЙ Рис. 34



Примечание. Учитывались сделки только в основном режиме торгов. Использовано скользящее медианное значение за 30 дней. Данные за предыдущие периоды были пересмотрены в связи с уточнением расчетов.  
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

НЕТТО-ПОКУПКИ АКЦИЙ ФИЗЛИЦАМИ ПО ЭШЕЛОНАМ НА ВТОРИЧНОМ РЫНКЕ Рис. 35



Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

<sup>6</sup> Как положительных, так и негативных.

Инвесторам следует ориентироваться прежде всего на фундаментальные факторы при принятии решений об объектах инвестирования на рынке акций.

Интерес к фондовому рынку поддержали дивидендные выплаты. В 2024 г. рекордное за последние четыре года количество эмитентов анонсировало и выплатило дивиденды (табл. 1). Частично это связано с завершением редомициляции некоторых компаний, которые ранее не могли осуществлять выплаты из-за ограничений иностранной финансовой инфраструктуры. Таким образом, отчасти рост активности эмитентов в отношении дивидендов объясняется разовыми факторами – выплатами за предыдущие периоды.

При этом в 2024 г. медианная дивидендная доходность была самой низкой за последние четыре года – 3,78%. Наблюдалось некоторое смещение в сторону более высоких значений: средняя дивидендная доходность составила 5,29%, 75 перцентиль также был одним из самых высоких за период с 2021 по 2024 годы. В разрезе уровней листинга более высокая медианная дивидендная доходность была характерна для акций первого эшелона (табл. 2).

В целом доходность по акциям была менее привлекательна по сравнению с доходностью депозитов и фондов денежного рынка, которые росли в течение года вслед за повышением ключевой ставки. Так, доходность депозитов, открытых в конце 2023 г., составила 14,75%<sup>7</sup>, доходность рублевых БПИФ денежного рынка за 2024 г. – 18,1%, доходность акций с учетом дивидендов – 2%<sup>8</sup>. Ситуация в значительной степени отличалась от 2023 г., когда доходность акций с учетом дивидендов составила 54%.

ОПИСАТЕЛЬНЫЕ СТАТИСТИКИ ДИВИДЕНДНЫХ ДОХОДНОСТЕЙ РОССИЙСКИХ АКЦИЙ ЗА 2021–2024 ГОДЫ (%)

Табл. 1

Год	Число наблюдений	Число уникальных эмитентов	Среднее	Стандартное отклонение	Мин.	25%	50%	75%	Макс.
2021	172	101	4,75	6,87	0,00	2,29	3,97	5,65	65,12
2022	116	74	6,77	5,05	0,04	2,60	5,77	9,13	26,15
2023	146	85	4,44	3,05	0,00	2,01	4,22	6,20	12,85
2024	178	109	5,29	5,09	0,00	2,37	3,78	7,35	48,95

Примечание. При нескольких выплатах одним эмитентом в течение года каждый эпизод рассматривался отдельно.  
Источник: [https://www.sberbank.ru/ru/person/investments/investor\\_services](https://www.sberbank.ru/ru/person/investments/investor_services).

ОПИСАТЕЛЬНЫЕ СТАТИСТИКИ ДИВИДЕНДНЫХ ДОХОДНОСТЕЙ РОССИЙСКИХ АКЦИЙ ЗА 2021–2024 ГОДЫ (%)

Табл. 2

Год	1 уровень	2 уровень	3 уровень
2021	4,07	5,16	3,02
2022	5,25	7,76	5,70
2023	4,96	3,70	3,20
2024	4,98	4,27	3,12

Примечание. При нескольких выплатах одним эмитентом в течение года каждый эпизод рассматривался отдельно.  
Источники: [https://www.sberbank.ru/ru/person/investments/investor\\_services](https://www.sberbank.ru/ru/person/investments/investor_services), ПАО Московская Биржа.

<sup>7</sup> [Динамика максимальной процентной ставки \(по вкладам в российских рублях\) 10 кредитных организаций, привлекающих наибольший объем депозитов физических лиц.](#)

<sup>8</sup> Согласно динамике Индекса МосБиржи полной доходности.

## Врезка. Поведенческие особенности розничных инвесторов на российском рынке акций на примере эффекта диспозиции

В отличие от представлений классической экономической науки, исходящей из предпосылки о полной рациональности экономических агентов, поведенческая экономика говорит о подверженности экономических агентов эмоциональным решениям и когнитивным искажениям. С помощью данных по сделкам физических лиц на МосБирже мы попытались проанализировать, в какой степени обозначенные постулаты проецируются на модель поведения современных розничных инвесторов, роль которых за последние годы значительно возросла. В частности, нас интересовал вопрос, присутствует ли в действиях российских розничных инвесторов эффект диспозиции.

Эффект диспозиции – одна из наиболее изучаемых поведенческих особенностей на финансовых рынках. Он состоит в том, что инвесторы раньше времени продают дорожающие активы и слишком долго удерживают в портфелях дешевеющие. Проявление эффекта диспозиции влияет на благосостояние инвесторов, ценообразование активов, объем торгов финансовыми инструментами.

В ходе анализа мы выяснили, что большинству розничных инвесторов в российские акции свойственна повышенная склонность продавать бумаги, растущие в цене. При этом вероятность закрыть убыточную позицию проявляется в разной степени, это зависит от конкретных бумаг. Часть инвесторов «сопротивляется» получению убытков, не продавая дешевеющие акции, что подтверждает наличие у них эффекта диспозиции. Однако есть и такие инвесторы, у которых наблюдается повышенная склонность закрывать и убыточные позиции.

Таким образом, нельзя однозначно утверждать, что эффект диспозиции характерен для российских розничных инвесторов. При этом полученные результаты позволяют предположить, что склонность продавать бумаги при изменении ее цены в любом направлении, свойственная частным инвесторам, – свидетельство чрезмерной реакции на новую информацию, нетерпимости к «бумажным» убыткам на экране брокерского приложения или терминала, желания как можно раньше зафиксировать прибыль.

Эффективным инвестиционным решениям способствуют выявление и понимание элементов нерационального поведения на этапе их принятия. Как показывает мировой опыт, связанные с этим риски для благосостояния стоят особенно остро именно перед розничными инвесторами. Так, на средне- и долгосрочном горизонте инвестирования при принятии решений о сделках им следует в большей степени ориентироваться не на направление изменения цен активов, а на фундаментальные факторы. В то же время во избежание значительных убытков из-за краткосрочных колебаний цен необходимо выставлять автоматические ордера стоп-лосс.

Более подробно методология и результаты исследования поведения инвесторов – физических лиц на рынке акций МосБиржи представлены в аналитической записке [«Выявление эффекта диспозиции в поведении российских розничных инвесторов»](#).

## 7. ВЫСОКИЙ ИНТЕРЕС К IPO В ПЕРВОЙ ПОЛОВИНЕ ГОДА

- Положительная динамика фондового рынка и высокие процентные ставки способствовали росту числа размещений в первой половине 2024 г., однако после июля эмитенты заняли выжидательную позицию.
- Спрос инвесторов на бумаги новых эмитентов был высоким. Выросло число участников IPO – физических лиц, при этом бóльшую часть размещенных объемов приобретали институциональные инвесторы.
- Динамика цен акций в течение 60 дней после IPO в целом была хуже, чем годом ранее: рост был более сдержанным, а падение – более значительным.

В 2024 г. интерес к IPO и SPO продолжили проявлять как эмитенты, так и инвесторы. Количество размещений выросло с 13 до 19, а объем привлечения снизился с 143<sup>1</sup> до 102 млрд рублей<sup>2</sup>. При этом число компаний, которые впервые вышли на биржу (IPO), увеличилось с 9 до 15, а объем привлеченных ими средств – с 43 до 81 млрд рублей. Размеры сделок были неоднородными: состоялись как небольшие размещения на сумму менее 1 млрд руб., так и более крупные – от 10 млрд рублей.

Эмитенты размещали акции на бирже с целью финансирования проектов (в случае размещений типа cash-in<sup>3</sup>). В частности, в условиях высоких ставок в экономике проведение IPO/SPO могло быть более предпочтительным способом привлечения средств по сравнению с долговым финансированием (получением кредита или выпуском облигаций). Отдельные компании проводили IPO в целях повышения узнаваемости и формирования репутации, а также создания программ мотивации сотрудников. Подробнее о причинах эмитентов при выходе на публичный рынок акционерного капитала см. раздел 6 «[Обзора финансовых инструментов за 2023 год](#)».

Доля акций в свободном обращении (free-float) компаний, разместившихся с декабря 2022 г. по декабрь 2024 г., в среднем ниже по сравнению с давно торгующимися бумагами (12 против 28%<sup>4</sup> соответственно). Это говорит об осторожности действий новых эмитентов при получении публичного статуса в текущих условиях. С точки зрения инвесторов относительно низкий free-float может означать меньшую ликвидность размещаемых бумаг.

Спрос инвесторов на бумаги в рамках IPO был высоким, как и в 2023 году. Так, медианное значение переподачи<sup>5</sup> в 2024 г. составило 3 раза, средневзвешенное<sup>6</sup> – 7 раз (аналогичные показатели для периода с декабря 2022 г. по декабрь 2023 г.<sup>7</sup>, рис. 36). При этом спрос на бумаги отдельных эмитентов из сфер информационных технологий и финансов превышал предложение в десятки раз. Ввиду невысокой аллокации по отдельным IPO неудовлетворенный спрос перетекал в последующие размещения.

<sup>1</sup> Здесь и далее показатели за 2023 г. включают размещение на внебиржевом рынке.

<sup>2</sup> В расчет показателей за 2023 г. включены размещения с декабря 2022 по декабрь 2023 года.

<sup>3</sup> В рамках таких IPO компаниям на бирже предлагаются акции дополнительного выпуска.

<sup>4</sup> Значения рассчитывались для первого и второго котировальных списков по состоянию на 24.01.2025.

<sup>5</sup> Превышение объема поданных заявок над размещенным объемом.

<sup>6</sup> Рассчитывалось по всем IPO путем деления общего объема поданных заявок на общий объем размещения.

<sup>7</sup> Без учета размещения в формате DPO.

В среднем в одном IPO<sup>8</sup> принимали участие 45 тыс. инвесторов – физических лиц (35 тыс. в 2022–2023 гг.<sup>9</sup>). В отдельных случаях показатель превышал 100 тыс. человек. Однако доля таких инвесторов в стоимостном объеме размещений по сравнению с 2023 г. снизилась с 60 до 42%. Участию розничных инвесторов в первичных размещениях акций, в частности, способствовал продолжающийся рост доходов, обеспечивший приток новых денег на рынок. В условиях повышенных инфляционных ожиданий и роста фондового индекса участие в размещениях позволяло физическим лицам рассчитывать на доходность выше безрисковой. В 2024 г., как и годом ранее, в IPO в основном участвовали розничные инвесторы со стажем более 3 лет (рис. 37). Значительная часть объемов сделок физических лиц – до 19% – приходилась также на инвесторов с опытом от 1 года до 3 лет. Доля начинающих инвесторов (с опытом менее 1 года) составляла 9% (10% годом ранее).

Часть инвесторов – физических лиц участвовала в IPO через институциональных инвесторов – УК ПИФ и ДУ. Участие институциональных инвесторов в первичных размещениях способствует более справедливому ценообразованию акций за счет их экспертизы и наличия большего объема информации, а также более долгосрочному горизонту инвестирования по сравнению с розничными инвесторами. Одной из регуляторных мер по стимулированию участия институциональных инвесторов в первичных размещениях со стороны Банка России стало смягчение ограничений для НПФ в части [минимального размера IPO](#). Значительная доля розничных инвесторов в размещениях, напротив, может быть причиной повышенной волатильности котировок бумаг. Так, в среднем размещенные в рамках IPO акции с более высокой долей физических лиц характеризуются большей волатильностью на горизонте 3 мес. (рис. 38). Для бумаг эмитентов с высокой долей физических лиц при размещении также могут наблюдаться разгон цен (рис. 39) и повышенные объемы торгов в первые недели после IPO: розничные инвесторы могут докупать бумаги до желаемого объема на вторичном рынке.

Несмотря на высокую активность, основная часть размещений прошла в ограниченный период с октября 2023 по июль 2024 года. Этому способствовала положительная динамика фондового индекса, наличие высокого спроса со стороны розничных инвесторов и ожидания скорого начала снижения ключевой ставки. Во второй половине 2024 г. эмитенты заняли выжидательную позицию, в октябре прошли лишь небольшие по объемам размещения.

Рост неопределенности, снижение фондового индекса и ухудшение настроений инвесторов были сдерживающими факторами для IPO во второй половине 2024 года. Так, несколько запланированных размещений были перенесены. Динамика цен размещенных акций в течение 60 торговых дней после IPO в 2024 г. была хуже, чем годом ранее (рис. 40). В целом рост котировок был более сдержанным, а падение – более значительным. Для возобновления первичных публичных размещений необходимы стабильные макроэкономические и рыночные условия, а для сохранения интереса инвесторов к IPO – высокая доходность вложений и формирование доверия к сделкам.

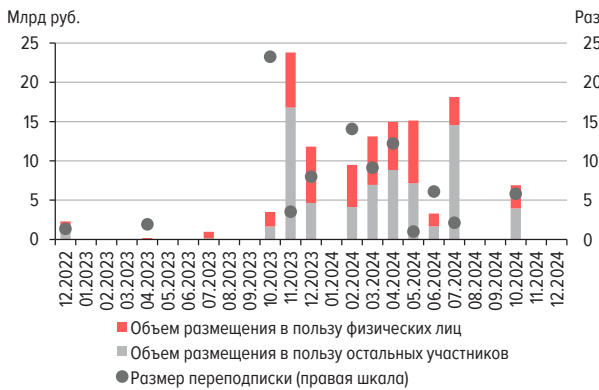
В условиях усилившейся роли розничных инвесторов необходимы повышение прозрачности, уменьшение информационной асимметрии при проведении публичных размещений. Для повышения прозрачности и качества публичных размещений акций Банк России выпустил [доклад для общественных консультаций](#), в котором обозначил решения, которые позволят повысить эффективность IPO. В случае утверждения данные регуляторные новации позволят лучше обеспечить соблюдение прав инвесторов и повысить уровень их доверия к фондовому рынку.

<sup>8</sup> Без учета размещений на СПБ Бирже и СПББ.

<sup>9</sup> Рассчитывалось по всем IPO путем деления общего объема поданных заявок на общий объем размещения.

**ОБЪЕМ РАЗМЕЩЕНИЯ В РАМКАХ IPO И СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫЙ РАЗМЕР ПЕРЕПОДПИСКИ**

Рис. 36

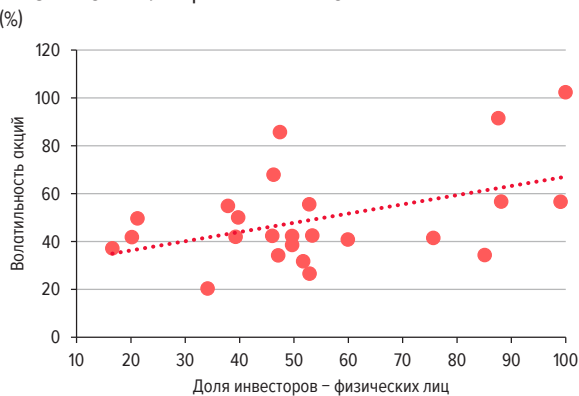


Примечание. Данные за ноябрь 2023 г. включают также размещение акций на внебиржевом рынке, которое отнесено к категории «Объем размещения в пользу остальных участников». По размещению в формате DPO данные по объему заявок отсутствуют.

Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа, данные эмитентов.

**ВОЛАТИЛЬНОСТЬ РАЗМЕЩЕННЫХ АКЦИЙ НА ГОРИЗОНТЕ 3 МЕС. В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ДОЛИ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В РАМКАХ IPO**

Рис. 38

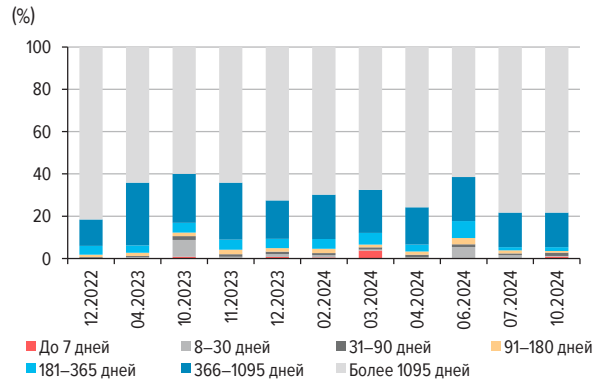


Примечание. Рассматривалась выборка из 24 IPO, прошедших в декабре 2022 – декабре 2024 года. Данные по котировкам приведены по состоянию на 27.01.2025. Показатель волатильности рассчитывался как аннуализированное стандартное отклонение дневных изменений цен акций на заданном горизонте.

Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

**СТРУКТУРА ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ – УЧАСТНИКОВ IPO В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ВРЕМЕНИ, ПРОШЕДШЕГО С МОМЕНТА РЕГИСТРАЦИИ НА БИРЖЕ**

Рис. 37

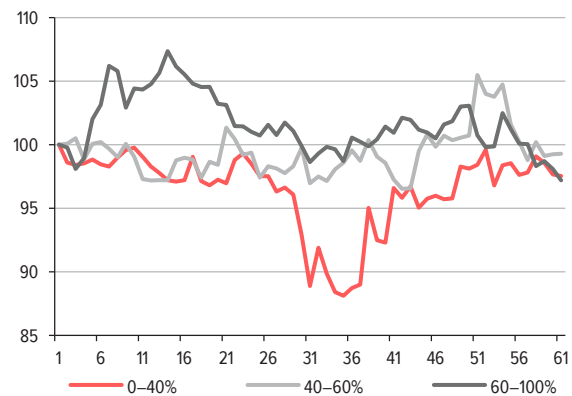


Примечание. При наличии нескольких брокерских счетов у одного физлица его стаж определялся с момента открытия первого счета. Показатели рассчитаны без учета размещения в формате DPO, внебиржевого размещения, размещения на СПБ Бирже и СПВБ. Данные за предыдущие периоды были пересмотрены в связи с уточнением расчетов.

Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

**МЕДИАННОЕ ИЗМЕНЕНИЕ КОТИРОВОК АКЦИЙ ПОСЛЕ IPO НА ГОРИЗОНТЕ 2 МЕС. (100 = ЦЕНА В ДЕНЬ IPO) В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ДОЛИ УЧАСТНИКОВ – ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ**

Рис. 39

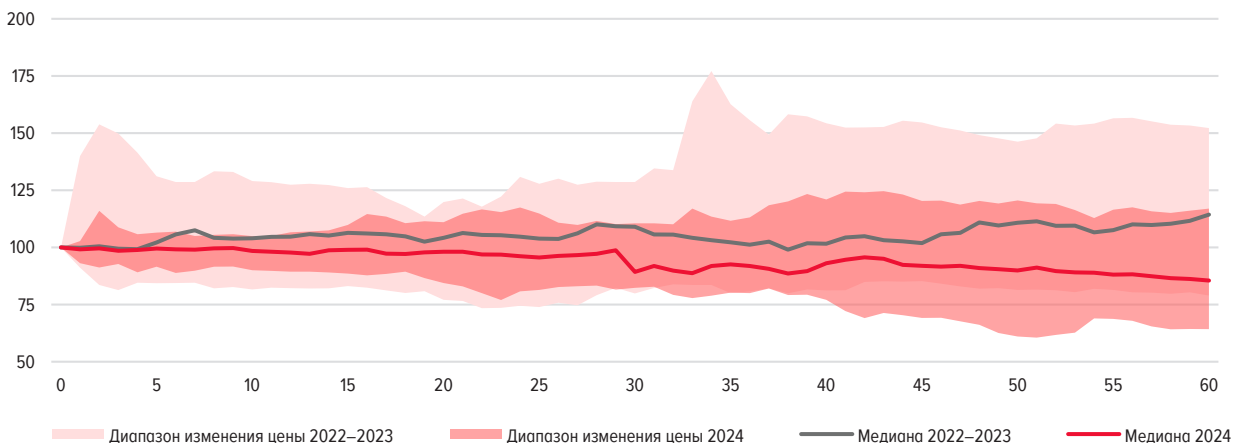


Примечание. Рассматривалась выборка из 24 IPO, прошедших в декабре 2022 – декабре 2024 года.

Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

**КОТИРОВКИ АКЦИЙ ПОСЛЕ IPO (100 = ЦЕНА В ДЕНЬ IPO)**

Рис. 40



Примечание. Рассматривалась выборка из 24 IPO, прошедших в декабре 2022 – декабре 2024 года.

Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.



## 8. ОЖИВЛЕНИЕ В СЕГМЕНТЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

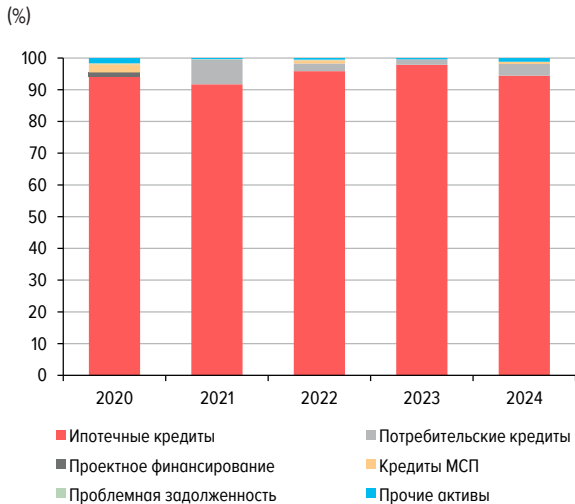
- В 2023–2024 гг. объемы секьюритизации заметно превысили значения предыдущих нескольких лет, так как банки стремились высвободить капитал в условиях ужесточения регуляторных требований.
- Основная часть выпусков секьюритизации по-прежнему представлена одностраншевыми ипотечными облигациями, однако банки стали активнее заключать многотраншевые сделки с потребительскими кредитами, займами МСП и другими активами.
- Основными покупателями секьюритизированных облигаций выступили банки-оригинаторы для последующего рефинансирования под залог этих бумаг, что позволило высвободить капитал банков.

Секьюритизация – широко используемый инструмент управления банковским капиталом и источник фондирования. Существует два вида секьюритизации: при балансовой секьюритизации облигации, обеспеченные кредитным портфелем, размещает непосредственно банк-оригинатор. При внебалансовой эмитентом выступает компания специального назначения, которой банк продает кредиты. В России наиболее распространена внебалансовая секьюритизация, при которой банк-оригинатор продает кредиты ипотечному агенту или специализированному финансовому обществу (СФО). СФО в свою очередь выпускает обеспеченные этими займами облигации. Как правило, основную часть облигаций выкупают банки-оригинаторы, имея возможность привлекать денежные средства под залог этих бумаг в рамках операций репо. Соответственно, секьюритизация снижает взвешенные по риску активы банка и позволяет привлекать ликвидность через репо. При этом банки часто удерживают такие бумаги до погашения.

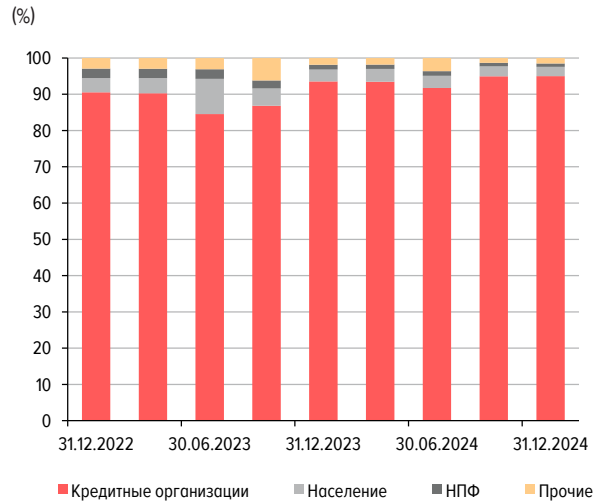
В последние годы банки активно развивали секьюритизацию ипотечных кредитов, хотя их интерес к другим сегментам также постепенно растет (рис. 41). Основным эмитентом одностраншевых ипотечных бумаг выступает «ДОМ.РФ Ипотечный агент», который приобретает ипотечные кредиты у широкого круга банков, однако крупнейшими оригинаторами остаются банки-СЗКО. Наибольшая часть ипотечных бумаг предусматривает амортизационную структуру погашения, то есть эмитент не докупает у оригинатора новые кредиты для поддержания объема портфеля. В то же время выпуски неипотечной секьюритизации представлены в основном многотраншевыми бумагами с обеспечением в виде потребительских займов, кредитов МСП, проектного финансирования и прочих активов. Такие облигации выпускают связанные с банками специальные финансовые общества, при этом около 20% от всех выпусков (по объему) в 2020–2024 гг. были проданы инвесторам в рамках закрытого размещения. Большинство выпусков неипотечной секьюритизации имеют более сложную структуру погашения в сравнении с ипотечными бумагами и предусматривают плановую и ускоренную амортизацию, а также приобретение дополнительного объема кредитов у оригинатора. Кроме того, облигации предполагают дополнительные меры кредитного усиления, включая резервный фонд и залоговое обеспечение денежными требованиями.

Основными покупателями выпусков секьюритизации выступают банки-оригинаторы (рис. 42). Впоследствии они используют данные бумаги для привлечения краткосрочной ликвидности с помощью сделок репо.



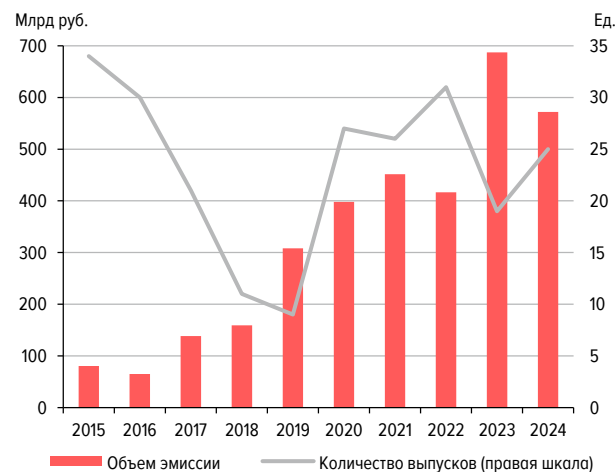
СТРУКТУРА ПЕРВИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ ВЫПУСКОВ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ПО ТИПУ АКТИВОВ *Рис. 41*

Источники: Банк России, Cbonds.

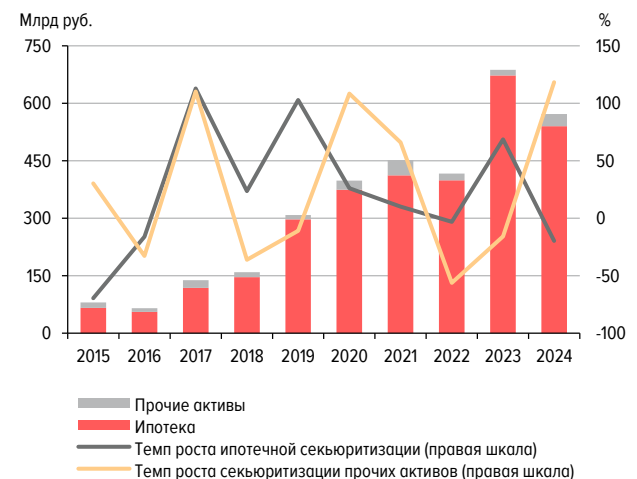
СТРУКТУРА ДЕРЖАТЕЛЕЙ ВЫПУСКОВ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ *Рис. 42*

Источники: Банк России, Cbonds.

Наиболее активно российский сегмент секьюритизации развивался в 2017–2020 гг., когда снижение кредитных ставок и рост строительства жилья привели к существенному расширению ипотечных портфелей банков (рис. 43). В 2021 г. на рынке стали появляться совместные программы банков и застройщиков со снижением процентной ставки по ипотечным кредитам, при этом рост ипотечных портфелей банков был связан преимущественно с льготными программами. Это осложнило формирование кредитных портфелей для выпуска обеспеченных облигаций, в связи с чем появились первые признаки стагнации сегмента секьюритизации: темп прироста объема первичных размещений замедлился с 29 до 13%, также сократилось количество эмитентов. В 2022 г. объем размещений выпусков секьюритизации снизился впервые с 2016 г. на фоне существенного изменения внешних условий и роста процентных ставок в экономике. Однако в 2023–2024 гг. этот сегмент оживился, так как банки стремились высвободить капитал в условиях ужесточения макропруденциальной политики. При этом доля ипотечных облигаций среди первичных размещений выпусков секьюритизации остается выше 90%. Рекордный объем ипотечных бумаг был размещен в 2023 г. (12 выпусков общим объемом 673 млрд руб.). В 2024 г. количество выпусков сократилось до восьми, при этом их номинальный объем составил 540 млрд руб., то есть остался заметно выше уровней 2019–2022 гг. (рис. 44).

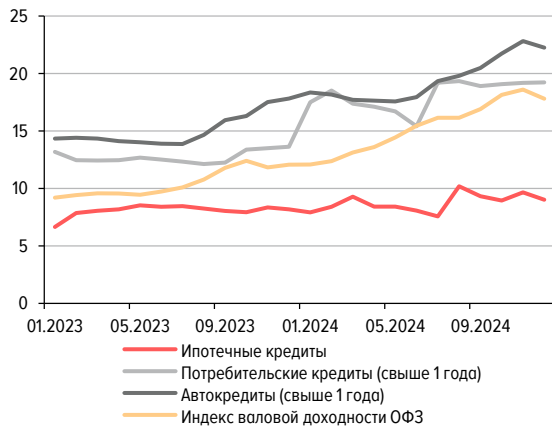
ОБЪЕМ ЭМИССИИ ВЫПУСКОВ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ И КОЛИЧЕСТВО РАЗМЕЩАЕМЫХ ВЫПУСКОВ *Рис. 43*

Источники: Банк России, Cbonds.

ОБЪЕМЫ ЭМИССИИ И ТЕМПЫ ПРИРОСТА ВЫПУСКОВ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ПО ТИПУ АКТИВОВ *Рис. 44*

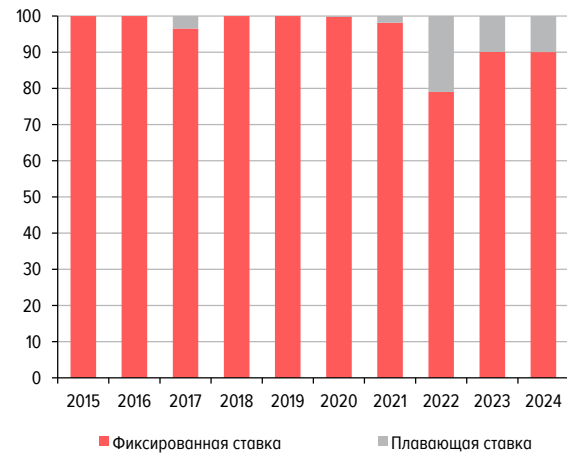
Источники: Банк России, Cbonds.

СРЕДНЕЗВЕШЕННЫЕ СТАВКИ ПО КРЕДИТАМ И ДОХОДНОСТИ ОБЛИГАЦИЙ  
(%) Рис. 45



Примечание. Средневзвешенная ставка по ипотечным кредитам представлена с учетом займов по льготным программам.  
Источники: Банк России, Сbonds.

СТРУКТУРА ОБЪЕМА ЭМИССИИ ВЫПУСКОВ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ПО ТИПУ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ  
(%) Рис. 46



Источники: Банк России, Сbonds.

В 2024 г. интерес банков к ипотечной секьюритизации сдерживали повышение ключевой ставки Банка России и ожидания инвесторов по дальнейшему ужесточению ДКП. В результате доходности на рынке облигаций превысили доходность банковских портфелей рыночных ипотечных кредитов. При этом в 2024 г. ипотечный портфель банков продолжил увеличиваться, хотя его прирост существенно замедлился по сравнению с 2023 г., когда рынок поддерживала массовая программа государственной поддержки<sup>1</sup>. В этих условиях банки стали активнее секьюритизировать другие активы, в том числе потребительские кредиты, которые являются одним из самых прибыльных банковских активов (рис. 45). В 2021–2024 гг. эмитенты разместили шесть выпусков секьюритизации потребительских кредитов на общую сумму 77 млрд руб., при этом почти половина от всего объема была размещена именно в 2024 году.

Интерес банков к этому сегменту поддерживается высокой доходностью портфелей потребительских кредитов, поэтому эмитенты могут предлагать рынку конкурентоспособную доходность по обеспеченным облигациям при низком уровне кредитного риска. В частности, среди инвесторов размещается наиболее крупная часть выпуска – старший транш, который погашается в первую очередь и получает высокий кредитный рейтинг с учетом поддержки других траншей. В то же время оригинаторы приобретают младший транш, обеспечение по которому состоит из наиболее проблемной части кредитного портфеля (в частности, кредиты с просроченными платежами переходят в обеспечение младшего транша). Таким образом, основную часть кредитного риска портфеля принимают на себя именно оригинаторы.

В 2025–2026 гг. банки планируют продолжить секьюритизацию потребительских кредитов в условиях высоких процентных ставок. Помимо СЗКО, уже разместивших такие облигации, о своих планах выйти в этот сегмент объявили еще несколько крупных банков, при этом отдельные выпуски уже получили кредитный рейтинг. В то же время из-за особенностей выпусков секьюритизации их инвесторская база остается ограниченной и состоит преимущественно из банков и НПФ, в то время как розничные инвесторы менее заинтересованы в бумагах ввиду их относительно низкой ликвидности.

<sup>1</sup> [«О развитии банковского сектора Российской Федерации в декабре 2024 года».](#)

## СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

**АПК** – агропромышленный комплекс

**БПИФ** – биржевой паевой инвестиционный фонд

**ВВП** – валовой внутренний продукт

**ГЦП** – гибридные цифровые права

**ДКП** – денежно-кредитная политика

**ДКУ** – денежно-кредитные условия

**ДУ** – доверительное управление

**КО** – кредитная организация

**МСП** – малое и среднее предпринимательство

**НКЛ** – норматив краткосрочной ликвидности

**НПФ** – негосударственный пенсионный фонд

**НФО** – некредитная финансовая организация

**ОИС** – оператор информационных систем

**ООЦФА** – оператор обмена цифровых финансовых активов

**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

**СЗКО** – системно значимая кредитная организация

**СПВБ** – Санкт-Петербургская Валютная Биржа

**СФО** – специализированное финансовое общество

**УК** – управляющая компания

**ЦФА** – цифровой финансовый актив

**DPO** (от англ. Direct Public Offering) – прямое публичное предложение акций, в рамках которого неограниченному кругу инвесторов предлагаются бумаги текущих акционеров, не находящиеся в свободном обращении, без участия андеррайтеров

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

**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