



Российский фондовый рынок: высокая ресурсная база позволила адаптироваться к новым вызовам

Кулаков А.А., CFA, FRM, заместитель начальника Департамента анализа рыночной конъюнктуры, Газпромбанк (АО); Аспирант Российского экономического университета им. Г.В. Плеханова, Москва, Россия

Аннотация. Российский фондовый рынок продолжает адаптироваться к новым экономическим условиям. Сегодня происходит перераспределение структуры инвесторов, возникают новые, порой инновационные, финансовые продукты, позволяющие диверсифицировать риски в условиях инфраструктурных ограничений и повышенной неопределенности, растет интерес к непопулярным ранее инструментам. Высокая ресурсная база создает надежный фундамент для дальнейшего развития долгового рынка и рынка акций России, а главным фокусом для успешных преобразований становятся розничные инвесторы, активность которых в настоящее время не перестает расти.

Ключевые слова: ОФЗ, государственные облигации, корпоративные облигации, локальный долговой рынок, рублевые облигации, юаневые облигации, замещающие облигации, золотые облигации, акции.

Russian financial market: strong resource base allowed to adapt to new challenges

Kulakov A.A., CFA, FRM, Deputy Head of Research, Gazprombank JSC;
Post-Graduate Student of the Plekhanov Russian University of Economics, Moscow,
Russia

Annotation. The Russian financial market continues to adapt to new economic conditions. Today, there is a redistribution of the investor structure, the emergence of

new, innovative financial instruments that allow to diversify risks in the conditions of infrastructure restrictions and increased uncertainty, as well as a growing interest in previously unpopular instruments. A high resource base creates a reliable foundation for the further development of the Russian debt market and the stock market, and the main focus for successful transformations become retail investors, whose activity is currently growing.

Key words: OFZ, government bonds, corporate bonds, local debt market, ruble bonds, yuan bonds, replacement bonds, gold bonds, equities

Долговой рынок в новой реальности. 2022 год стал для российского фондового рынка переломным моментом, положившим начало качественно новому витку развития каждому его сегменту. Столкнувшись с беспрецедентными вызовами, российский рынок адаптировался к новым реалиям посредством изменений в структуре инвесторов, инструментов и механизмов.

Инфраструктурные трудности, возникшие в результате западных ограничений в отношении российской экономики и финансового сектора, привели, в частности, к серьезным структурным изменениям на долговом рынке. Еще декаду назад превалирующую долю публичного долгового рынка России представлял его внешний сегмент – рынок еврооблигаций. В 2013 году их объем достигал порядка 227 млрд долл.

После потрясений 2022 года расчеты по такому типу бумаг стали практически невозможными, что вызвало необходимость качественной трансформации этого сегмента. Ко второй половине 2024 года объем внешнего публичного российского долга сократился до 66 млрд долл., при этом уже большая его часть перетекла из внешнего контура во внутренний – в замещающие облигации, выпущенные в качестве альтернативы зависшим вовне евробондам.

При этом из оставшихся в обращении 66 млрд долл. еврооблигаций 34 млрд долл. приходятся на суверенные выпуски. В начале сентября 2024 г. Министерство финансов РФ объявило о начале процесса замещения суверенных

бумаг, и есть основания полагать, что под замещение может попасть до $\frac{3}{4}$ сегмента. Это означает, что к концу года рынок еврооблигаций сожмется до ~40 млрд долл., а объем рынка замещающих облигаций, который сейчас оценивается в 25 млрд долл., может увеличиться вдвое.

Трансформация сегмента еврооблигаций сопровождалась двумя важными тенденциями. Во-первых, внутренний долговой рынок России продолжал расти – и не только за счет перетока средств из внешнего контура. Объем рыночных эмиссий облигаций в 2023 году составил 6,8 трлн руб., а в 2024 г. может превысить 7 трлн руб. Такой объем размещений сопоставим разве что с рекордным 2020 кризисным годом, когда объем новых выпусков составил порядка 7,7 трлн руб.

Во-вторых, наступили существенные качественные изменения – на долговом рынке России возникли и/или получили развитие целые классы новых инструментов, порой инновационных с точки зрения мировой практики. Условно такие новшества можно подразделить на два сегмента: флоатеры и (квази)валютные инструменты.

Флоатеры

Занятно, что рост локального долгового рынка продолжается даже в условиях высоких ставок – сегодня они находятся на исторически рекордных уровнях на фоне ужесточения монетарной политики и повышения ставки Банка России. Так, объем рыночных сделок за 8M24 составил 4,0 трлн руб., увеличившись на 10% г/г, при этом средняя ключевая ставка за тот же период повысилась на 8,3 п.п. Удорожание заимствований не отразилось на динамике размещений во многом благодаря росту популярности выпусков с плавающей ставкой (флоатеров), на долю которых в 2023 году пришлось порядка 40% всех размещений, а в 2024 году – почти 70%. Периоды высоких ставок, безусловно, наблюдались и в предыдущие годы, однако тогда сегмент флоатеров занимал не более 5% всего объема эмиссий, а общий объем заимствований существенно сокращался.

Интерес к флоатерам ярче проявляется в периоды ожидания роста ставок и их фиксации на высоком уровне в течение продолжительного времени. В сложившихся в 2024 году реалиях актуальность флоатеров возросла как для инвесторов, так и для эмитентов.

- Облигации с плавающей ставкой для эмитентов – это возможность занять средства в период высоких ставок с расчетом на то, что на горизонте обращения инструмента рыночные ставки, а следом и ставки купонов, снизятся. При этом на другой чаше весов риск того, что ожидания относительно динамики ставок не оправдаются, и они останутся выше прогнозных уровней.

- Привлекательность флоатеров для инвесторов заключается в наличии возможности защиты от риска дальнейшего роста ставок или их пребывания на высоком уровне более продолжительный период времени, а также в существенно более низкой волатильности их цен за счет регулярной «подстройки» купона под рыночные ставки.

Таким образом, подобные инструменты позволяют как инвесторам, так и эмитентам находить компромисс по стоимости заимствований, исходя из различных ожиданий по дальнейшей траектории ставок.

Данный инструмент позволил первичному рынку адаптироваться к периоду высоких ставок. Как уже отмечалось ранее, несмотря на ожидания дальнейшего ужесточения денежно-кредитных условий, эмиссионная активность не снижается – преобладающая доля размещаемых бумаг на настоящий момент представлена выпусками с плавающей ставкой.

(Квази)валютные облигации

На российском локальном долговом рынке и ранее существовали инструменты, номинированные в иностранной валюте, однако именно в 2022 году это направление получило импульс к широкому развитию. К этому классу относятся как замещающие облигации (~2,3 трлн руб.), выпуски которых представлены в долларах, евро, швейцарских франках, британских фунтах и российских рублях, а ключевые параметры совпадают с «евро-аналогами», так и локальные облигации в юанях (~1,6 трлн руб.) и долларах (~101 млрд руб.) и

«золотые» облигации (~33 млрд руб.). Квазивалютные инструменты приобрели большую популярность среди локальных инвесторов по ряду причин:

1) Низкие инфраструктурные риски: валютные облигации выпущены в соответствии с российским правом на базе локальной инфраструктуры, а расчеты осуществляются в рублях или юанях по официальному курсу Центробанка России.

2) Высокие доходности: ставки по валютным облигациям в настоящее время находятся на максимумах. Более того, облигации, номинированные в иностранной валюте, сейчас – самая доходная возможность защититься от валютного риска. В условиях изолированности российского рынка альтернативные инструменты фактически недоступны. Так, единичные банки готовы открывать депозиты в долларах и евро (а ставки по ним близки к нулевым), ставки же по юаневым депозитам существенно ниже, чем на рынке облигаций.

3) Защита от ослабления рубля: вложения в локальные валютные инструменты позволяют хеджировать валютный риск без лишнего инфраструктурного риска. В условиях высокой неопределенности относительно курса национальной валюты и ограничений в разрезе внешнеторговых расчетов это преимущество стало для инвесторов особенно актуальным.

На текущий момент объем рынка валютных и квазивалютных инструментов достиг 3,5 трлн руб. (более 67% приходится на замещающие облигации) и продолжает расти.

Трансформация структуры инвесторов. Адаптация локального рынка к новым условиям не могла бы произойти без изменения структуры инвесторов. Традиционно широкую нишу на локальном рынке занимали институциональные инвесторы – банки, страховые компании, НПФ и СФР, однако важную роль играли и иностранные инвесторы, которые наиболее активно присутствовали в сегменте государственных облигаций (ОФЗ): на пике на нерезидентов приходилось 34,5% вложений в ОФЗ, тогда как в настоящее время их доля колеблется вблизи 6%. При этом стоит отметить, что сейчас доля нерезидентов

во вложениях в ОФЗ сокращается не столько из-за ухода иностранных инвесторов с рынка (их средства в большинстве своем заблокированы), сколько благодаря увеличению объема эмиссии за счет внутренних инвесторов.

В свою очередь доля локальных инвесторов сохранилась, при этом заметно растет влияние частных инвесторов. Так, их доля в структуре инвестиций в облигации за 2021–2023 гг. выросла до 20% с 15–17% ранее, а объем их вложений увеличился на 2,7 трлн руб., или 53%, до 7,8 трлн руб.

За счет такой трансформации структуры инвестиционного спроса объем вторичных торгов долговыми бумагами хоть и снизился, но остался на заметно высоком уровне, компенсировав потери от оттока нерезидентов притоком новых локальных индивидуальных инвесторов: если в 2021 году среднесуточный объем торгов на вторичном рынке составлял порядка 34 млрд руб., то в 2024 году он находится вблизи 23 млрд руб. – при этом доля индивидуальных инвесторов выросла с 10% до 40% соответственно.

Рынок акций. В наименьшей степени изменения коснулись и российского рынка акций. Как и на долгом рынке, существенно изменилась структура инвесторов на вторичном рынке – иностранные инвесторы, которые еще в 2021 году занимали долю торгов в 48%, закономерно покинули сегмент, однако среднесуточный объем торгов остался практически прежним – 98 млрд руб./день в 2024 г. против 104 млрд руб./день в 2021 г., – причем существенно возросла доля частных инвесторов, которые фактически заместили иностранных – почти до 80% в 2024 г. против 40% в 2021 г.

В то же время наблюдается повышенная активность на рынке IPO. Если в 2023 году состоялось всего семь сделок, что стало рекордом за предыдущие 10 лет, то за 8M24 количество первичных размещений акций уже достигло одиннадцати, а вторичных размещений – трех. Суммарный объем состоявшихся в текущем году сделок оценивается в 90 млрд руб., и в обозримом будущем число размещений продолжит расти – о намерении стать публичными в ближайшем времени заявили не менее 10 компаний.

Однако же высокий уровень совокупного объема состоявшихся сделок в большей степени связан именно с количеством, а не с объемом каждого отдельно взятого размещения – на рынок чаще стали выходить сравнительно небольшие компании, – при этом одновременно с сокращением среднего объема сделок снизилась и величина предлагаемого пакета.

Уход западных компаний с российского рынка создал сильный тренд на импортозамещение, который, в частности, особенно актуален в сферах информационных технологий и фармацевтики. Компании этих секторов, которые сумели грамотно воспользоваться предоставленными возможностями развития, являются достаточно интересными инвестиционными историями (с точки зрения сочетания темпов роста, рентабельности и перспективности самих продуктов). Стоит отметить, что сделки IPO эмитентов данных секторов – среди самых успешных сделок «новой реальности».

Первичный рынок также продемонстрировал трансформацию структуры участников сделок – если раньше в IPO превалирующую роль играли зарубежные банки-организаторы, которые привлекали иностранный спрос и отдавали основную часть аллокации во внешний контур, то теперь драйвером рынка выступает исключительно внутренний спрос. В структуре же аллокации важная роль отводится институциональным инвесторам, однако и здесь спрос со стороны частных инвесторов растет – в ряде случаев именно на этот сегмент спроса приходится порядка половины размещения.

Высокая ресурсная база. Трансформация российского рынка и его адаптация к новым условиям продолжаются, подстегиваемые высокой устойчивостью и стабильностью, что обеспечиваются широкой внутренней ресурсной базой, которую участники рынка формировали не протяжении прошлых лет. С одной стороны, в фундаменте лежат средства институциональных инвесторов: вложения банков в финансовый рынок оцениваются в 21,5 трлн руб., активы пенсионных фондов и страховых компаний – в 7,7 и 5,6 трлн руб., а стоимость чистых активов ПИФ достигает 14,9 трлн руб. Но, что важнее, импульс локальному рынку задает высокий спрос населения.

Так, за последние 3,5 года число брокерских клиентов выросло в 9 раз, а количество уникальных активных клиентов – в 4 раза. При этом объем средств населения на банковских счетах за 3 года вырос на 50%, достигнув рекордных 50 трлн руб., что позволяет ожидать переток немалой доли этих средств на фондовый рынок с учетом будущего снижения ключевой ставки.

Что стимулирует население инвестировать:

- рост благосостояния и необходимость сберегать,
- сильная законодательная база,
- развитие брокерских сервисов и их популяризация,
- высокая ликвидность рынка,
- налоговые стимулы государства,
- повышение финансовой грамотности населения.

Российский фондовый рынок смог адаптироваться к новым вызовам, однако все еще имеет большой потенциал для развития. Учитывая, что институциональные инвесторы в конечном счете управляют средствами населения, очень важно создать привлекательные условия для инвестирования физическим лицам.

Библиографический список:

1. Антюхов А.Ю., Гусева И.А. Роль и перспективы развития замещающих облигаций на фондовом рынке России // Финансовые рынки и банки. – 2023. – №. 5. – С. 97-102.
2. Белова М. Т. Особенности и перспективы «золотых облигаций» на российском фондовом рынке // Финансовые рынки и банки. – 2023. – №5.
3. Богомоллова А.С., Морозов М.Ю., Полтораднева Н.Л. Адаптационные облигации – финансовые инновации в России // Инновационная экономика и общество. – 2024. – № 1 (43). – С. 55-62.
4. Гибадулин Т.Р., Алькин К.А., Афанасьев К.С. Перспективы облигаций российских компаний в юанях // Интеллектуальная инженерная экономика и индустрия 5.0 (ИНПРОМ). – 2023. – С. 477-479.

5. Евсин М.Ю. Новые валютные инструменты на Мосбирже как результат санкционной политики в отношении России // ЭФО: Экономика. Финансы. Общество. – 2023. – № 2 (6). – С. 6–14.
6. Кулаков А.А. Золотой дебют // Cbonds Review – 2023 – №3/126 – С. 38-41.
7. Кулаков А.А. Корпоративные флоатеры: компромисс между эмитентами и инвесторами в период неопределенности // Cbonds Review – 2024 – №2/129
8. Кулаков А.А. Локальные облигации в юанях // Аудиторские ведомости. 2023 – №1. – С. 79-85.
9. Кулаков А.А., Бирюков П.А. Рынок ОФЗ-2023: двойная развилка // CbondsReview. – 2023. – №2/125. – С. 40-43.
10. Стадник В.А., Алифанова Е.Н. О структурных изменениях российского фондового рынка в условиях современных вызовов и угроз. // Развитие российской экономики и ее финансовая безопасность в условиях современных вызовов и угроз. – 2022. – С. 12-16.
11. Филиппов Д.И., Кулаков А.А. Рынок государственных и корпоративных облигаций РФ: новые вызовы // Аудиторские ведомости – 2023 – № 3 – С. 105 – 109.
12. Официальный сайт Московской Биржи. – [Электронный ресурс]. – URL: <http://moex.com>
13. Официальный сайт ГК Cbonds (информационное агентство в сфере финансовых рынков) – [Электронный ресурс]. – URL: [http:// cbonds.ru/](http://cbonds.ru/)
14. Официальный сайт Центрального Банка РФ – [Электронный ресурс]. – URL: <http://cbr.ru>

References:

1. Antyukhov A. Yu., Guseva I. A. The role and prospects for the development of replacement bonds in the Russian stock market // Financial markets and banks. – 2023. – № 5. – P. 97-102.
2. Belova M.T. Features and prospects of «gold bonds» in the Russian stock market // Financial markets and banks. – 2023. – № 5.

3. Bogomolova A.S., Morozov M.Yu., Poltoradneva N.L. Adaptation bonds - financial innovations in Russia // Innovative economy and society. – 2024. – № 1 (43). – P. 55-62.
4. Gibadulin T.R., Alkin K.A., Afanasyev K.S. Prospects for Russian Companies' Yuan-Denominated Bonds // Intellectual Engineering Economics and Industry 5.0 (INPROM). – 2023. – P. 477-479.
5. Evsin M.Yu. New Currency Instruments on the Moscow Exchange as a Result of the Sanctions Policy Against Russia // EFO: Economy. Finance. Society. – 2023. – № 2 (6). – P. 6–14.
6. Kulakov A.A. Golden Debut // Cbonds Review – 2023 – № 3/126 – P.38-41.
7. Kulakov A.A. Corporate Floaters: A Compromise between Issuers and Investors in a Period of Uncertainty // Cbonds Review – 2024 – No. 2/129
8. Kulakov A.A. Local bonds in yuan // Audit statements. 2023 – № 1. – P. 79-85.
9. Kulakov A.A., Biryukov P.A. OFZ-2023 market: double fork // CbondsReview. – 2023. – № 2 / 125. – P. 40-43.
10. Stadnik V.A., Alifanova E.N. On structural changes in the Russian stock market in the context of modern challenges and threats. // Development of the Russian economy and its financial security in the context of modern challenges and threats. - 2022. – P. 12-16.
11. Filippov D.I., Kulakov A.A. The Russian government and corporate bond market: new challenges // Audit reports – 2023 – №3 – pp. 105 – 109.
12. Official website of the Moscow Exchange. – [Electronic resource]. – Access mode: <http://moex.com>
13. Official website of Cbonds Group (information agency in the field of financial markets) – [Electronic resource]. – Access mode: <http://cbonds.ru/>
14. Official website of the Central Bank of the Russian Federation – [Electronic resource]. – Access mode: <http://cbr.ru>

Для цитирования: Кулаков А.А., Российский фондовый рынок: высокая ресурсная база позволила адаптироваться к новым вызовам / Российский экономический интернет-журнал. – 2024. – № 3. URL: © Кулаков А.А., Российский экономический интернет-журнал 2024, № 3