

## ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

### Евгений ГОРБАТИКОВ

Научный сотрудник лаборатории эмпирических исследований инвестиций и финансовых рынков Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара. E-mail: gorbatikov@iep.ru

### Елизавета ХУДЬКО

Старший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации; научный сотрудник Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара, канд. экон. наук. E-mail: hydko@iep.ru

*Цена на нефть марки Brent, достигнув минимума в 28,2 долл./барр. в предыдущем отчетном периоде, в нынешнем (с 27 января по 25 февраля 2016 г.) увеличилась более чем на 11%. Этот рост сопровождался повышением индекса ММВБ (+5,8%), а также почти всех секторальных индексов. Аналогично, и «голубые фишки» в основном продемонстрировали положительную динамику. Акции Сбербанка стали лидером по доходности среди высоколиквидных бумаг, а их доля в общепубличном обороте превысила 1/3. Продолжается отток средств из фондов, ориентированных на российский рынок, — с начала года он составил уже 336,3 млн. долл.*

*На внутрироссийском рынке корпоративных облигаций сохранялась неблагоприятная конъюнктура, на низком уровне оставалась активность игроков на первичном рынке. Тем не менее умеренно позитивной динамикой характеризовались такие ключевые показатели рынка, как его индекс и доходность эмиссий, а также активность инвесторов на вторичном рынке. Основным негативным явлением по-прежнему оставалась сложная ситуация с исполнением эмитентами своих обязательств перед держателями облигаций.*

**Ключевые слова:** фондовый рынок, доходность акций, рынок корпоративных облигаций, объем и индекс рынка корпоративных облигаций.

### Динамика основных структурных индексов российского фондового рынка

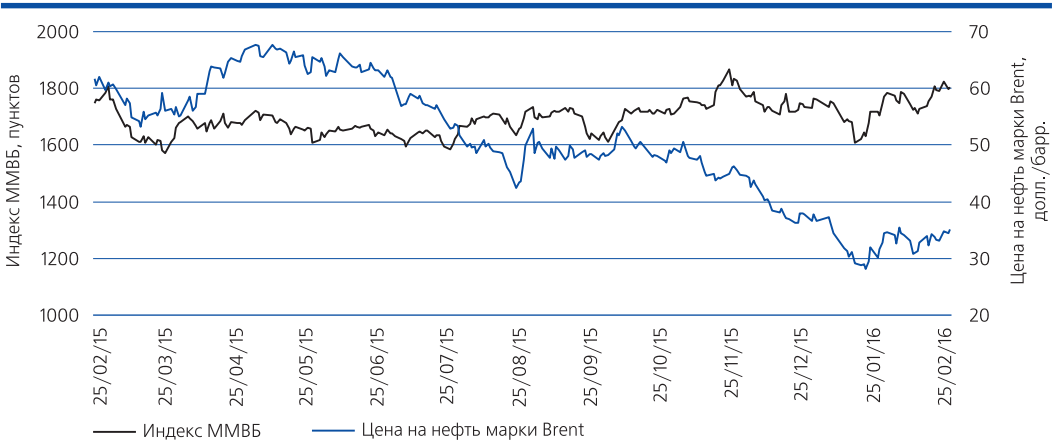
После продолжительного — длиной в три месяца — падения в исследуемый период и индекс ММВБ, и цена на нефть продемонстрировали положительную динамику. Основной индекс Московской биржи вырос за этот период на 5,8%, преодолев отметку в 1800 пунктов<sup>1</sup>. Тем не менее его снижение по итогам последних трех месяцев составило 1,6%. Цена на нефтяные (марка Brent) фьючерсы ни разу не опускалась ниже 30 долл./барр., а ее рост по итогам месяца составил 11,2%. (В последний раз подобный месячный рост был зафиксирован в апреле 2015 г.) При этом отмечалась сильная волатильность цен на нефть: в течение половины из 22 дней отчетного периода они изменялись более чем на 3%. (См. рис. 1.)

Если на протяжении предыдущего периода котировки почти всех «голубых фишек» падали, то в течение анализируемого временного отрезка они, напротив, синхронно росли. Акции почти всех высоколиквидных компаний<sup>2</sup> по итогам месяца оказались «в плюсе». Исключение составили бумаги «Магнита» (лидер по доходности акций предыдущего периода в нынешнем, напротив, показал наихудший среди высоколиквидных компаний результат: -4,1%) и «Норильского никеля» (-1,5%, падение котировок бумаг компании продолжается четвертый месяц подряд). Тройка лидеров по росту стоимости акций по итогам месяца — «Роснефть» (+9,2%), «ЛУКОЙЛ» (+10,0%) и Сбербанк (+13,7%). Акции «Роснефти» — единственные среди «голубых фишек» — дорожали второй месяц подряд. Сбербанк за счет значительного роста котировок своих бумаг в ис-

<sup>1</sup>Здесь и далее все цены приведены на момент закрытия биржи.

<sup>2</sup>Под высоколиквидными компаниями здесь понимаются компании, среднесуточной объем торгов по акциям которых за отчетный период превышает 1 млрд. руб.

**Рис. 1. Динамика индекса ММВБ и фьючерсных цен на нефть марки Brent с 25 февраля 2015 г. по 25 февраля 2016 г.**



Источник: Quote RBC, инвестиционная компания «Финам».

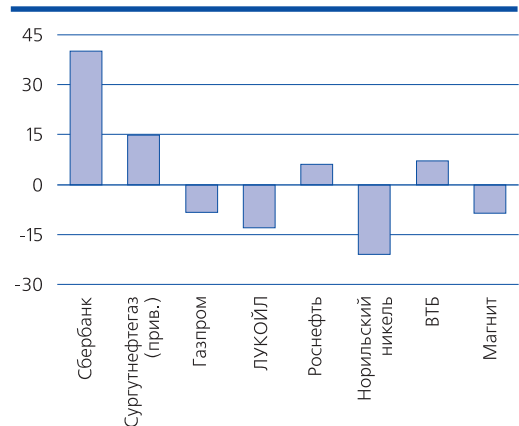
следуемый период почти отыграл падение двух предыдущих месяцев.

Сбербанк оказался лидером по годовой доходности среди «голубых фишек» третий месяц подряд, а с февраля 2015 г. его акции подорожали более чем на 40%. Положение остальных компаний по сравнению с предыдущим отчетным периодом осталось неизменным. Бумаги «Сургутнефтегаза», ВТБ и «Роснефти» по итогам года (с 25.02.2015 по 25.02.2016) выросли, акции «Магнита», «Газпрома», «ЛУКОЙЛа» и «Норильского никеля» — подешевели. «ЛУКОЙЛ» за счет повышения котировок своих бумаг в исследуемый период перестал быть самой убыточной по итогам года высоколиквидной компанией, уступив это место «Норильскому никелю» (-20,9%). (См. рис. 2.)

Практически все секторальные индексы продемонстрировали по итогам месяца положительную динамику — «в минусе» остались только машиностроение (-1,9%) и химическая промышленность (показавшая символические -0,3%, однако это единственная отрасль, «проседающая» второй месяц подряд). Финансовый сектор, став наименее доходным по итогам предыдущего периода, в текущем смог

почти отыграть утерьянные ранее позиции (+6,0%) — в немалой степени за счет роста котировок Сбербанка и ВТБ. Наибольшее повышение было зафиксировано у индекса металлодобывающей промышленности (+7,2%) — в основном благодаря почти 15%-ному росту акций Новолипецкого металлургического

**Рис. 2. Темпы роста стоимости высоколиквидных акций на Московской бирже за период с 25 февраля 2015 г. по 25 февраля 2016 г., в %**



Источник: Quote RBC, расчеты авторов.

комбината. Превышение индексами 5%-ной отметки показали также нефтегазовая и энергетическая отрасли. (См. рис. 3.)

Суммарный оборот Московской биржи за 22 торговых дня рассматриваемого периода составил 764 млрд. руб., или 34,7 млрд. руб. в день. Это на 13,9% больше, чем в предыдущем периоде, на 5,7% больше среднего значения за последние три месяца и на столько же – среднего значения за год. Однако в аналогичный период 2015 г. оборот биржи превышал нынешний на 25,5%.

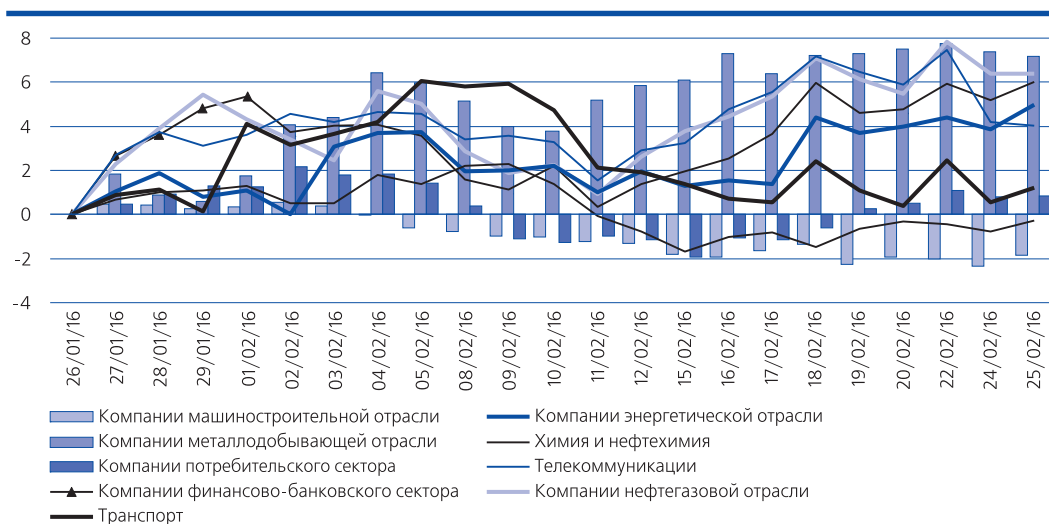
Доля акций Сбербанка в общепорядковом обороте выросла за анализируемый период более чем на 3% и составила 33,5%. Уменьшилась доля «Газпрома» (12,0% против 13,0% месяцем ранее), третью позицию занял «ЛУКОЙЛ» (8,0%). Среднедневной оборот, превышающий 1 млрд. руб., кроме акций названных компаний был зафиксирован по бумагам «Магнита», «Норильского никеля», «Сургутнефтегаза», ВТБ и «Роснефти». Стоит также отметить рост объема торгов акциями компаний «Новатэк» и «АЛРОСА» –

доля каждой из них в обороте биржи превысила 2%.

На лидирующую по обороту тройку компаний, таким образом, пришлось больше половины всех биржевых операций (53,6% против 50,8% месяцем назад), на следующую пятерку – 23,0% (в предыдущий месяц – 26,8%). На восемь «голубых фишек» пришлось 76,6% всех сделок на бирже – на 1% меньше, чем месяцем ранее, но все еще более 3/4 от общепорядкового объема.

Согласно данным Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) продолжается отток средств из фондов, ориентированных на российский рынок акций. Из пяти торговых недель (с 21 января по 24 февраля 2016 г.) номинальный приток (+1,1 млн. долл.) был зафиксирован только в одну (28 января – 3 февраля), а суммарный отток за это время составил 176,5 млн. долл. С начала же года отток составил уже 336,3 млн. долл. В последние четыре недели наблюдается незначительный приток средств в фонды, инвестирующие только в российские активы (+25,8 млн. долл.), однако этот приток

**Рис. 3. Темпы роста секторальных фондовых индексов на Московской бирже за период с 27 января по 25 февраля 2016 г., в %**



Источник: Quote RBC, расчеты авторов.

не перекрывает оттока за неделю с 21 по 27 января (-33,8 млн. долл.).

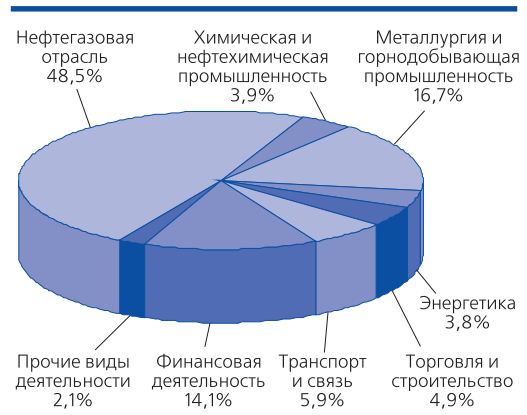
Капитализация биржи выросла за исследуемый временной интервал более чем на 6% и составила по его итогам 29,6 трлн. руб. (36,8% ВВП<sup>3</sup>). При этом структура капитализации не претерпела значительных изменений. Немного увеличили свои доли нефтегазовая и финансовая отрасли (+0,4 и +0,6% по отношению к предыдущему месяцу соответственно). Наиболее существенно сократились доли в капитализации у торгового сектора и у строительства (по -0,4%), а также у химической промышленности (-0,3%). (См. рис. 4.)

### Рынок корпоративных облигаций

Объем внутрироссийского рынка корпоративных облигаций (по номинальной стоимости ценных бумаг, находящихся в обращении и выпущенных в национальной валюте, в том числе нерезидентами РФ) в феврале 2016 г. впервые за последние два года снизился — к концу месяца показатель составил 7819,5 млрд. руб., что на 1,1% ниже его значения на конец предыдущего периода<sup>4</sup>.

В исследуемый период осталось практически неизменным количество эмиссий в обращении (1189 выпусков корпоративных облигаций, зарегистрированных в национальной валюте, против 1188 эмиссий на конец января), при этом число эмитентов, представленных в долговом сегменте, несколько выросло (421 эмитент против 410 компаний в предыдущем месяце). Почти половину объема рынка составляют облигации эмитентов банковской и нефтегазовой сфер. На рынке также находятся в обращении 19 выпусков облигаций, выпущенных российскими эмитентами в валюте США (совокупным объемом 6,5 млрд. долл.), и один выпуск облигаций, номинированный в японских иенах, эмитент которых находится в стадии ликвидации.

**Рис. 4. Структура капитализации фондового рынка по видам экономической деятельности на 25 февраля 2016 г.**



Источник: официальный сайт Московской биржи, расчеты авторов.

Инвестиционная активность на вторичном рынке корпоративных облигаций в течение анализируемого временного интервала заметно усилилась. Так, за период с 26 января по 24 февраля текущего года объем биржевых сделок с ценными бумагами, выпущенными в национальной валюте, на Московской бирже составил 121,8 млрд. руб. (для сравнения: с 22 декабря 2015 г. по 25 января 2016 г. торговый оборот здесь был равен 83,6 млрд. руб.). Количество сделок с ценными бумагами удерживалось на своих максимальных за последние 12 месяцев уровнях и на конец февраля составило 34,7 тыс. (в предыдущий период было заключено 34,1 тыс. биржевых сделок)<sup>5</sup>.

Индекс российского рынка корпоративных облигаций IFX-Cbonds продолжал расти с умеренным темпом. К концу февраля 2016 г. он повысился на 4,5 пункта (или на 1,0%) по сравнению со значением на конец предшествующего месяца. Средневзвешенная доходность корпоративных облигаций в исследуемый период сделала попытку вернуться к понижающей

<sup>3</sup> Данные по ВВП России за 2015 г. взяты с сайта <http://www.gks.ru/>

<sup>4</sup> По данным информационного агентства Rusbonds.

<sup>5</sup> По данным инвестиционной компании «Финам».

ной динамике: показатель снизился с 11,71% годовых в конце января до 11,57% годовых к концу февраля. (См. рис. 5).<sup>6</sup> И это при том, что, по оценкам ЦБ РФ, в стране сохраняется риск ускорения инфляции.

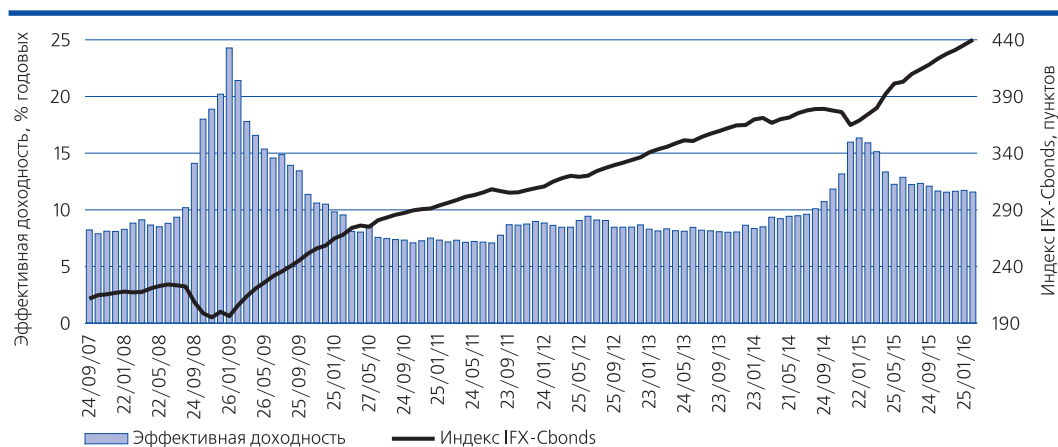
Дюрация портфеля корпоративных облигаций продолжала снижаться и на конец февраля составила 292 дня, что на 28 дней меньше значения показателя по состоянию на конец предыдущего месяца.

В конце января – феврале текущего года конъюнктура российского финансового рынка испытывала негативное воздействие внешних факторов. В частности, пристальное внимание инвесторов, как на и протяжении всех последних месяцев, было привлечено к сырьевым рынкам. Цена на нефть в анализируемый период оставалась на весьма низком уровне; дополнительным неблагоприятным фактором для мирового нефтяного рынка стали прогнозы международных организаций (Всемирного банка, МЭА, международных рейтинговых агентств<sup>7</sup>) о снижении средней цены на нефть в 2016 г.

«Нефтяной фактор» оказывал давление на курс рубля и на доходность российских бумаг, однако эксперты все же отмечали некоторое ослабление данной зависимости. Кроме того, негативные прогнозы появились и в отношении цен на цветные металлы. В то же время ввиду значительной волатильности на мировых финансовых рынках цена на золото демонстрировала в течение февраля 2016 г. растущую динамику, достигнув локального максимума за последние полгода. Рейтинговые агентства Moody's и Fitch, компания Morgan Stanley, Еврокомиссия прогнозируют, вслед за МВФ, дальнейшее снижение ВВП России в 2016 г.

В рассматриваемый период в наиболее ликвидном сегменте рынка корпоративных облигаций наблюдалась в целом умеренная понижающаяся динамика доходности бумаг. Максимальное снижение процентных ставок (на 1,5 и более п.п.) было зафиксировано у эмиссий ООО «ЕвразХолдинг Финанс» и госкорпорации «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)».

**Рис. 5. Динамика индекса российского рынка корпоративных облигаций и средневзвешенной доходности последних**



Источник: по материалам информационного агентства Cbonds.

<sup>6</sup> По материалам информационного агентства Cbonds.

<sup>7</sup> По материалам инвестиционной компании «Финам» и информационного агентства Cbonds.

В то же время аналогичный рост доходностей показали бумаги ОАО «АКБ "РОСБАНК"» и ОАО «ГМК "Норильский никель"»<sup>8</sup>. В целом ставки наиболее ликвидных бумаг в финансовом, высокотехнологичном и энергетическом сегментах рынка продемонстрировали достаточно выраженную понижательную тенденцию (в среднем на 0,3–0,4 п.п.). При этом доходности эмиссий производственных компаний были мало подвержены общей тенденции – их снижение составило в среднем чуть более 0,1 п.п.

Сложности в настоящее время испытывают, помимо нефтяных компаний, также металлургические производители. И это связано не только с ценовым фактором (в частности, Всемирный банк ухудшил прогнозы цен на цветные металлы на текущий год), но и с решениями Еврокомиссии о вводе предварительных антидемпинговых пошлин в отношении российского плоского проката.

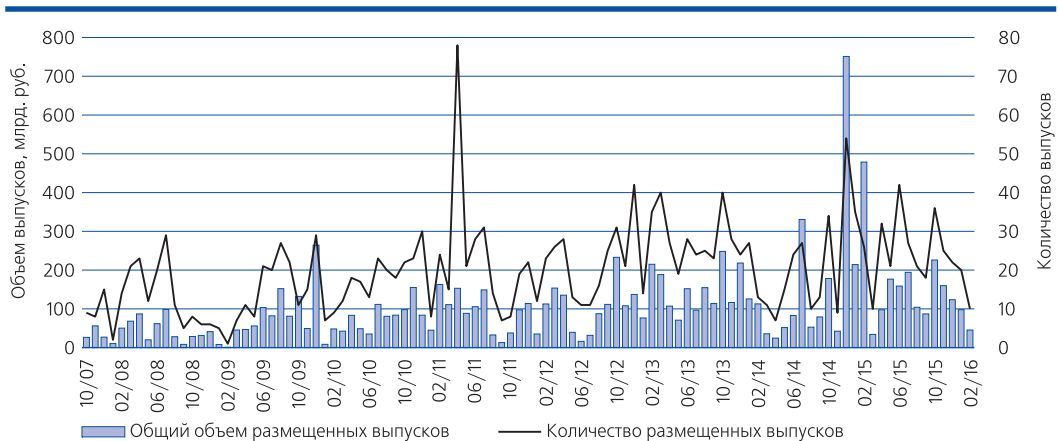
Повышенным инвестиционным спросом в феврале текущего года пользовались бумаги производственных, финансовых и высокотех-

нологичных компаний, тогда как крайне низкий торговый оборот вновь был зафиксирован в энергетическом сегменте.

В исследуемый период активность эмитентов в привлечении новых займов находилась на относительно низком уровне. Так, в период с 26 января по 24 февраля 2016 г. 11 эмитентов зарегистрировали 24 выпуска корпоративных облигаций совокупным номиналом 84,5 млрд. руб. (для сравнения: в предыдущие два месяца объем регистрации составлял порядка 200 млрд. руб., хотя до этого в месяц регистрировалось займов на сумму всего 50–80 млрд. руб.)<sup>9</sup>.

Основной объем зарегистрированных облигационных займов пришелся на следующих эмитентов – ОАО «Иркутскэнерго» (объемом 20 млрд. руб.), ООО «РСГ-Финанс» (17,5 млрд. руб.) и АО «Газпромбанк» (15 млрд. руб.). В ближайшем будущем можно ожидать регистрации еще нескольких облигационных программ. В частности, эмитент «ЕвразХолдинг Финанс» утвердил 15-летнюю программу выпуска биржевых облигаций объемом до 200 млрд. руб., «Русфинанс Банк» – программу

**Рис. 6. Динамика первичного размещения выпусков корпоративных облигаций, номинированных в национальной валюте**



Источник: по данным компании Rusbonds.

<sup>8</sup> По данным инвестиционной компании «Финам».

<sup>9</sup> По данным информационного агентства Rusbonds.

выпуска биржевых облигаций объемом 50 млрд. руб., «СУЭК-Финанс» планирует разместить биржевые облигации на 40 млрд. руб., Международный инвестиционный банк готовит 30-летнюю программу выпуска облигаций объемом до 100 млрд. руб.

Активность инвесторов на первичном рынке, в противоположность вторичным торгам, оказалась весьма низкой. Так, с 26 января по 24 февраля текущего года 10 эмитентов разместили 10 облигационных займов на общую сумму 45,3 млрд. руб., что стало минимальным значением показателя с марта 2015 г. (для сравнения: в предыдущий аналогичный период было размещено 20 рублевых займов на сумму 97,9 млрд. руб.). (См. рис. 6.)

Наиболее крупные облигационные займы разместили ОАО «ГМК "Норильский никель"» (серия биржевых облигаций на сумму 15 млрд. руб.) и ОАО «Вертолеты России» (серия биржевых облигаций на сумму 10 млрд. руб.)<sup>10</sup>. Почти все размещенные в анализируемый период займы составили биржевые облигации. Одному ипотечному агенту удалось привлечь финансирование почти на 32 года, еще шести эмитентам — на срок 10 лет.

В конце января — феврале 2016 г. по причине неразмещения в ходе эмиссии ни одной ценной бумаги Банком России были признаны несостоявшимися 10 выпусков корпоративных облигаций трех эмитентов (в предыдущий месяц по данной причине было аннулировано четыре эмиссии)<sup>11</sup>, что связано прежде всего с неблагоприятной рыночной конъюнктурой.

В период с 26 января по 24 февраля текущего года должны были погасить свои обли-

гационные займы 24 эмитента на сумму почти в 180 млрд. руб. Однако один эмитент — ООО «СУ-155 Капитал» — объявил технический дефолт по трем эмиссиям (в предыдущие несколько месяцев все эмитенты выполняли свои обязательства в положенный срок). В марте 2016 г. ожидается погашение 13 выпусков корпоративных облигаций общим объемом 66,8 млрд. руб.<sup>12</sup>.

Вместе с тем в целом ситуация с исполнением эмитентами своих обязательств по-прежнему остается весьма сложной. Помимо нескольких технических дефолтов по исполнению всех видов обязательств пять эмитентов из разных отраслей экономики объявили реальный дефолт (т.е. когда эмитент не в состоянии осуществить выплаты владельцам ценных бумаг даже в течение «льготного» периода) по выплате купонного дохода и оферте (в предыдущий аналогичный период также было объявлено достаточно большое число технических и реальных дефолтов по разным видам обязательств)<sup>13</sup>.

Наконец, стоит отметить ряд нововведений, которые в скором времени могут появиться на облигационном рынке. Во-первых, стало известно, что компания «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» готовит выпуск бестраншевых ипотечных облигаций, которые явятся новым финансовым инструментом на российском рынке. Во-вторых, Правительство РФ рассматривает вопрос о выпуске облигаций под акции приватизируемых компаний, т.е. сумма погашения таких облигаций будет привязана к будущей стоимости акций эмитента. ■

<sup>10</sup> По данным информационного агентства Rusbonds.

<sup>11</sup> По данным Банка России.

<sup>12</sup> По данным компании Rusbonds.

<sup>13</sup> Там же.