

Раздел 2. Финансовые рынки и финансовые институты

2.1. Российский финансовый рынок¹

2.1.1. Тренды на глобальном финансовом рынке

2022 г. оказался одним из самых сложных периодов для глобального финансового рынка за многие годы. Из-за уникального сочетания неблагоприятных экономических и геополитических факторов вложения практически во все активы, за редким исключением, в 2022 г. имели отрицательную доходность. Даже такие инвестиционные активы, как государственные ценные бумаги, драгоценные металлы, недвижимость и криптовалюта, не смогли выполнить свои функции хеджирования доходов инвесторов от потерь. В январе – феврале 2023 г. многие финансовые активы вновь стали показывать позитивную доходность, однако данная тенденция постепенно замедлилась под воздействием тех же факторов, которые негативно влияли на финансовый рынок в 2022 г.

Причинами, вызвавшими одновременное падение рынков инвестиционных активов в 2022 г. и их волатильность в начале 2023 г., выступали быстрый рост процентных ставок центральных банков развитых стран в условиях высокой инфляции, торможение экономики Китая из-за особенностей его стратегии борьбы с COVID-2019 и финансового кризиса на рынке жилой недвижимости, введение ограничений в торговых взаимоотношениях между США и Китаем, которые привели к существенным изменениям в структуре цепочек добавленной стоимости в мире и росту цен на некоторые виды сырьевых товаров.

¹ Авторы: *Абрамов А.Е.*, канд. экон. наук, заведующий лабораторией анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС; *Радыгин А.Д.*, д-р экон. наук, профессор, руководитель научного направления «Институциональное развитие, собственность и корпоративное управление» Института Гайдара, директор Института ЭМИТ РАНХиГС; *Чернова М.И.*, науч. сотр. лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС.

Небывалый за последние 40 лет рост инфляции в США в 2021–2022 гг.¹ привел к тому, что в 2022 г. ФРС была вынуждена резко повышать размеры ставок процентов по федеральным фондам темпами, сопоставимыми лишь с периодом начала 1980-х годов. Инфляция в США, измеряемая показателем индекса потребительских цен (ИПЦ)², составлявшая 1,4% в декабре 2020 г., достигла своего пика в размере 9,1% в июне 2022 г. Ставки по федеральным фондам ФРС выросли с 0–0,25% на начало 2022 г. до 4,50–4,75% годовых в феврале 2023 г., что позволило замедлить инфляцию до 6,5% по итогам 2022 г. и 6,4% в январе 2023 г. В ЕС уровень инфляции (ИПЦ) вырос с -0,3% в декабре 2020 г. до 10,6% в октябре 2022 г. с последующим ее снижением до 9,2% в декабре 2022 г. и 8,5% в феврале 2023 г. Европейский центральный банк в 2022 г. повысил процентные ставки по депозитам и рефинансированию соответственно с -0,50–0% в начале 2022 г. до 2,5–3,00% в феврале 2023 г.

Быстрый рост процентных ставок в развитых странах вызывал опасения скатывания их экономик в рецессию и падения спроса на сырьевые товары в мире. Кроме того, ускоренный рост ставок ФРС в США в 2022 г. вызывал укрепление доллара по отношению к другим валютам, что привело к оттоку иностранных инвестиций с развивающихся рынков с соответствующим снижением стоимости акций компаний на указанных рынках. Одним из наиболее серьезных рисков быстрого повышения ставок является рост системных рисков и рисков ликвидности в финансовой системе из-за обесценения облигаций в портфелях банков и институциональных инвесторов. Именно этот риск и материализовался с 10 марта 2023 г. в оказавшемся неплатежеспособным крупном банке Silicon Valley Bank, который не сумел справиться с массовым оттоком депозитов из-за недостаточности ликвидных активов и потери стоимости государственных облигаций в его портфеле³. Приостановка деятельности данного банка повлекла за собой цепочку неплатежеспособности нескольких менее крупных банков и массовую распродажу акций банковских эмитентов.

Во второй половине 2022 г. в США и странах ЕС наметилось замедление инфляции, рост ставок процента ФРС и ЕЦБ тоже замедлился. Это вселило оптимизм в поведение глобальных инвесторов на рынке и надежду на то, что в 2023 г. инфляция продолжит снижаться, рост процентных ставок прекратится, а экономики развитых стран не попадут в рецессию. Оптимизм внушало также открытие экономики Китая на фоне отмены ограничений политики нулевой терпимости к COVID-2019. Это вызвало рост фондовых индексов акций и стоимости облигаций не только в США и странах ЕС, но и в других регионах мира. Однако в феврале 2023 г. выяснилось, что восстановление экономики Китая идет не быстро, в США темпы снижения инфляции замедляются,

1 The Economist (2022). Five financial trends that 2022 killed. December, 21 on-line.

2 Здесь и далее приводятся данные по ИПЦ, который рассчитывается как отношение стоимости фиксированного перечня товаров и услуг в ценах отчетного месяца к его стоимости в ценах аналогичного месяца предшествующего года.

3 Eisen B., Ackerman A. (2023). Where Were the Regulators as SVB Crashed? // The Wall Street Journal on-line. 11 March. URL: <https://www.wsj.com/articles/where-were-the-regulators-as-svb-crashed-35827e1a>

экономики развитых стран продолжают наращивать занятость, спрос домашних хозяйств на рынке остается высоким¹. Со стороны руководства ФРС США прозвучали предположения о том, что рост ставок процента продолжится и в 2023 г.² В итоге рост фондового рынка в феврале существенно замедлился, но не прекратился полностью.

На 10-летнем временном горизонте в 2013–2022 гг. из 35 видов финансовых стратегий на рынке акций и альтернативных активов в развитых странах наибольшую среднегодовую доходность принесли спекулятивная стратегия игры на повышение индекса NASDAQ-100 в размере 32,1% годовых, вложения в широкий индекс акций технологического сектора (17,2%), в акции индекса NASDAQ-100 (16,2%), в акции компаний из отрасли медицина и здравоохранение (14,8%) и в широкий портфель дивидендных акций американских компаний (13,7%) (табл. 1, рис. 1). Худшую доходность на том же временном горизонте показали инвестиции в спекулятивные стратегии со ставкой на изменение индекса VIX в размере -77,7% годовых и игрой на понижение индекса NASDAQ-100 -50,6%, а также вложения в индекс товарных активов агентства S&P в размере -4,3% годовых, биржевой фонд на золото (DLD) – 0,46% и в биткойны – 2,8%³.

В 2022 г. из 38 активов лишь 4 портфеля принесли позитивную доходность (табл. 1, рис. 2). Это означает, что на глобальном рынке акций компаний развитых стран и альтернативных активов в истекшем году практически отсутствовали активы, способные защитить инвесторов от рисков повышения ставок центральных банков, рецессии и роста геополитической напряженности.

Самую высокую доходность имел портфель со спекулятивной стратегией игры на понижение индекса NASDAQ-100 в размере 82,4% годовых, далее следовали вложения в акции энергетических компаний (62,5%), портфель товарных активов из индекса S&P (24,1%) и акций компаний коммунального сектора экономики (1,6%). Минимальные убытки получили вложения в акции стоимости (-0,7%) и биржевой фонд на золото (-0,8%). Как можно заметить, многие стратегии, показавшие худшую среднегодовую доходность в 2013–2022 гг., были лидерами по доходности в 2022 г.

Наихудшую доходность в 2022 г. продемонстрировали спекулятивная стратегия игры на повышение индекса NASDAQ-100 (-79,1%), вложения в криптовалютный биржевой фонд ProShares Bitcoin Strategy ETF (BITO) и в индекс биткойна S&P (по -63,9% каждое), в акции компаний, популярных в социальных сетях, биржевого фонда VanEck Social Sentiment ETF (BUZZ) (-47,7%), спекулятивную стратегию ставок на изменение VIX (-44,8%) и в портфель акций компаний, работающих в сфере искусственного интеллекта (-42,7%).

1 William Watts W. (2023). The 2023 stock market rally looks wobbly. What's next as investors prepare for longer inflation fight // MarketWatch on-line. 26 February. URL: <https://www.marketwatch.com/story/the-2023-stock-market-rally-looks-wobbly-whats-next-as-investors-come-to-grips-with-a-further-rise-in-interest-rates-bdb3e1a3?mod=home-page>

2 By Nick Timiraos N. (2023). Jerome Powell Says Fed Is Prepared to Speed Up Interest-Rate Rises // The Wall Street Journal on-line. 7 March 7. URL: https://www.wsj.com/articles/jerome-powell-to-testify-to-congress-on-outlook-for-rates-inflation-e4e7f1e3?mod=hp_lead_pos5

3 Среднегодовая доходность по биткойнам рассчитана за 5 лет – с 2028 по 2022 г.

По состоянию на 28 февраля 2023 г. наибольшую доходность за два месяца 2023 г. показали вложения в криптовалюту (40,5%), в стратегию игры на повышение индекса NASDAQ-100 (27,9%), в популярные в соцсетях акции (16,8%), акции компаний в сфере искусственного интеллекта (14,6%), акции компаний циклического сектора потребительских товаров (13,1%) и акции компаний технологического сектора (11,3%). Большинство указанных стратегий были самыми убыточными в 2022 г., поэтому в начале 2023 г. происходило более быстрое восстановление данных акций.

Таблица 1

Доходность в долларах популярных портфелей акций и альтернативных активов на глобальном рынке за период 2013–2022 гг. (% годовых) и с начала 2023 г. по состоянию на 28 февраля 2023 г. (%)

	Инвестиционные стратегии	Бенчмарки: индексы Morningstar и биржевые фонды (ETFs)	Доходность, %		
			2013–2022 гг.	2022 г.	с начала года на 28 февраля 2023 г.
Глобальный рынок					
1	Широкий рынок акций США	Morningstar Global Markets	8,47	-17,91	4,26
2	Акции компаний из развитых стран	Morningstar Developed Markets	9,33	-17,9	4,72
3	Акции компаний из развитых стран за исключением США	Morningstar Developed Markets ex-US	5,25	-14,79	5,40
4	Акции финтехкомпаний	Morningstar Global Fintech Innovation		-43,15	5,84
5	Дивидендные акции – широкая диверсификация	Schwab U.S. Dividend Equity ETF (SCHD)	13,73	-3,23	-1,31
США					
6	Широкий рынок акций США	Morningstar US Market	12,17	-19,49	4,37
7	Акции индекса S&P 500	Vanguard S&P 500 ETF (VOO)	12,52	-18,19	3,63
8	Акции индекса NASDAQ-100	Invesco QQQ Trust (QQQ)	16,20	-32,58	10,24
9	Акции стоимости	Morningstar US Value	10,64	-0,72	1,21
10	Акции роста	Morningstar US Growth	12,65	-36,7	9,91
11	Акции малых компаний	Vanguard Small-Cap ETF (VB)	10,11	-17,50	7,62
12	Дивидендные акции	Morningstar US High Dividend Yield	11,39	-1,00	-0,78
13	Акции ESG-компаний	Morningstar US Sustainability	12,26	-18,9	4,11
14	Портфели, составленные с использованием ИИ	QRAFT AI-Enhanced US Large Cap Mmntm ETF (AMOM)		-26,3	4,45

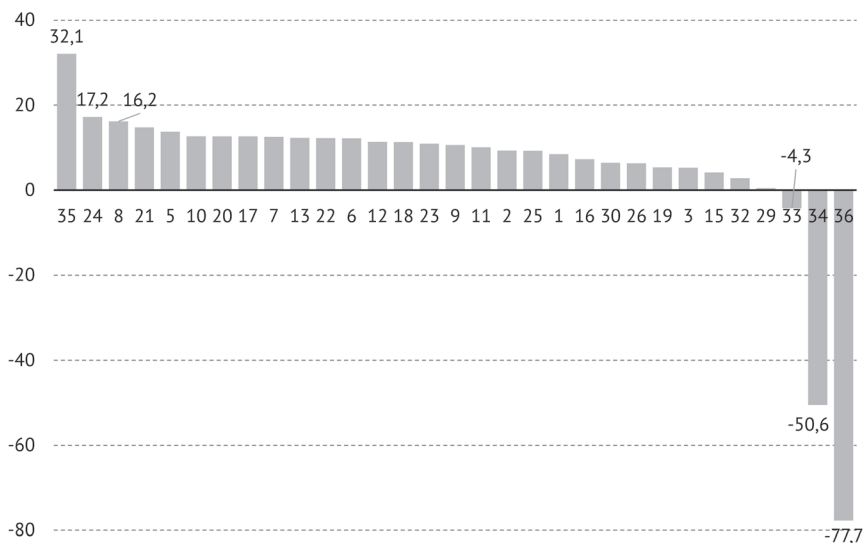
	Инвестиционные стратегии	Бенчмарки: индексы Morningstar и биржевые фонды (ETFs)	Доходность, %		
			2013–2022 гг.	2022 г.	с начала года на 28 февраля 2023 г.
15	Портфели, составляемые с использованием ИИ	AI Powered Equity ETF (AIEQ)	4,19*	-31,9	7,21
Сектора экономики США					
16	Телекоммуникации и связь	Morningstar US Communication Services	7,27	-40,94	8,91
17	Циклический сектор потребительских товаров	Morningstar US Consumer Cyclical Sector	12,62	-35,52	13,14
18	Контрциклический сектор потребительских товаров	Morningstar US Consumer Defensive Sector	11,34	-2,61	-2,08
19	Энергетика	Morningstar US Energy	5,33	62,5	-4,23
20	Финансовые услуги	Morningstar US Financial Services Sector	12,63	-12,34	5,11
21	Медицина и здравоохранение	Morningstar US Healthcare Sector	14,76	-5,18	-5,73
22	Обрабатывающая промышленность	Morningstar US Industrials Sector	12,21	-8,08	4,19
23	Коммунальное хозяйство	Morningstar US Utilities Sector	10,97	1,65	-7,28
24	Технологический сектор	Morningstar US Technology Sector	17,23	-31,55	11,33
25	Сектор базовых материалов	Morningstar US Basic Materials Sector	9,27	-11,41	6,96
26	Операции с недвижимостью	Morningstar US Real Estate Sector	6,29	-25,55	3,42
27	Вложения в акции компаний в сфере ИИ	Global X Robotics & Artificial Intelligence ETF (BOTZ)		-42,69	14,55
28	Вложения в акции компаний в сфере ИИ	Robo Global Artificial Intelligence ETF (THNQ)		-39,84	16,77
Альтернативные активы					
29	Золото	SPDR® Gold Shares (GLD)	0,46	-0,77	0,08
30	Недвижимость	Vanguard Real Estate ETF (VNQ)	6,41	-26,24	3,93
31	Криптовалюта	ProShares Bitcoin Strategy ETF (BITO)		-63,91	39,94
32	Криптовалюта	S&P Bitcoin Index	2,83*	-63,89	40,54
33	Индекс S&P товарных активов	iShares S&P GSCI Commodity-Indexed Trust (GSG)	-4,25	24,08	-4,33
Популярные спекулятивные стратегии					
34	Игра на понижение акций индекса NASDAQ-100	ProShares UltraPro Short QQQ ETF (SQQQ)	-50,57	82,36	-27,55
35	Игра на повышение акций индекса NASDAQ-100	ProShares UltraPro QQQ ETF (TQQQ)	32,09	-79,08	27,92

	Инвестиционные стратегии	Бенчмарки: индексы Morningstar и биржевые фонды (ETFs)	Доходность, %		
			2013–2022 гг.	2022 г.	с начала года на 28 февраля 2023 г.
36	Ставки на изменения индекса VIX	ProShares Ultra VIX (UVXY)	-77,73	-44,81	-27,26
37	Акции, популярные в соцсетях	VanEck Social Sentiment ETF (BUZZ)		-47,67	16,83
38	Фонд с покрытыми опционами (хеджирование с помощью продажи опционов call)	JPMorgan Equity Premium Income ETF (JEPI)		-3,52	-0,49

* В среднем за 2018–2022 гг.

Источники: Составлено авторами на основании статистики информационного ресурса Morningstar и данных статистики The Wall Street Journal.

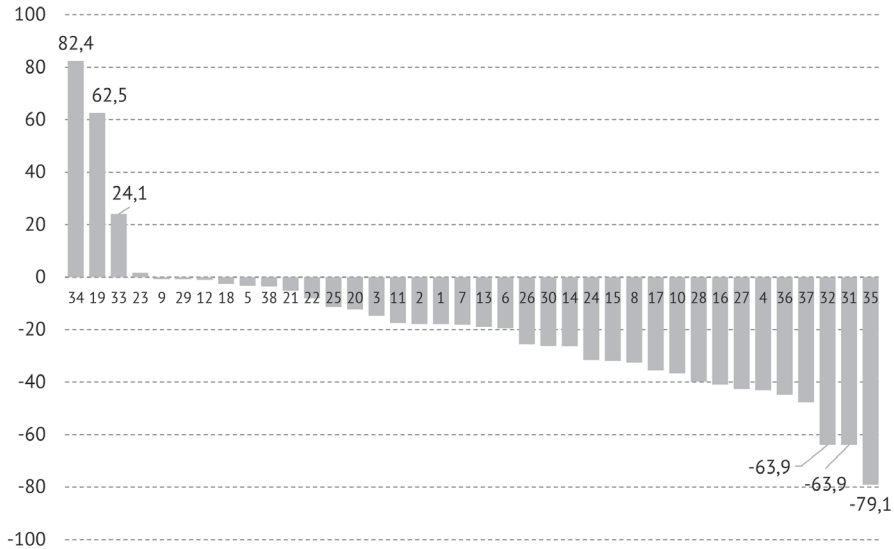
Наиболее тяжелым 2022 г. оказался для глобального рынка облигаций, поскольку быстрый рост ставок центральных банков развитых стран вызывал рост доходности выпусков облигаций, который влечет за собой снижение рыночной стоимости в портфелях инвесторов. При этом при росте процентных ставок наиболее существенно снижается доходность облигаций с более длинной дюрацией. По расчетам экспертов J.P. Morgan Asset Management, по



Примечание. Название инвестиционной стратегии, обозначенной на графике в виде числа, указано в табл. 1 с соответствующим порядковым номером в столбце 1.

Рис. 1. Среднегодовая номинальная доходность стратегий глобального рынка акций в 2013–2022 гг., % годовых

Источники: Составлено авторами на основании статистики информационного ресурса Morningstar и данных статистики The Wall Street Journal.



Примечание. Название инвестиционной стратегии, обозначенной на графике в виде числа, указано в табл. 1 с соответствующим порядковым номером в столбце 1.

Рис. 2. Номинальная доходность стратегий глобального рынка акций в 2022 г., % годовых

Источники: Составлено авторами на основании статистики информационного ресурса Morningstar и данных статистики The Wall Street Journal.

состоянию на 30 сентября 2022 г. повышение ставки процента на один процентный пункт ведет к снижению стоимости 10-летних государственных облигаций США на 4,2 п.п.¹. По оценкам аналитиков Bank of America, для рынка облигаций с точки зрения доходности облигационных портфелей 2022 г. оказался худшим в истории этого рынка после 1788 г.², что было вызвано прежде всего быстрым ростом процентных ставок ФРС в этом году. Из-за редкого одновременного падения стоимости акций и облигаций в 2022 г. существенные убытки принесла стратегия 60% акции/40% облигации, популярная у крупнейших консервативных институциональных инвесторов в США. Согласно оценкам экономиста Джейсона Цвейга из WSJ, доходность стратегии 60/40 в 2022 г. на американском рынке оказалась худшей по доходности после 1974 г.³.

1 J.P. Morgan Asset Management. Guide to the Markets. 4Q 2022. 30 September 2022. URL: <https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/adv/insights/market-insights/guide-to-the-markets/>

2 Kollmeyer B. (2022). 250 years of history is telling investors to bet on Treasury bonds in 2023, Bank of America says // MarketWatch on-line. 29 October. URL: <https://www.marketwatch.com/story/250-years-of-history-is-telling-investors-to-bet-on-treasury-bonds-in-2023-bank-of-america-says-11666958942?mod=home-page>

3 Zweig J. (2022). How to Make Peace With Your Stock Market Losses // The Wall Street Journal on-line. 7 October. URL: https://www.wsj.com/articles/selling-stock-in-down-market-11665153733?mod=wsjhp_columnists_pos1

Как показано в *табл. 2* и на *рис. 3*, в 2013–2022 гг. из 37 популярных на глобальном облигационном рынке стратегий лишь 11 портфелей, или всего 30%, приносили отрицательную среднегодовую доходность. Наиболее доходными на указанном 10-летнем временном горизонте были вложения в облигации высокодоходных американских компаний в размере 4,0% годовых, вложения в облигации «падших ангелов»¹ (3,1%), инфраструктурные облигации развивающихся стран (2,3%), корпоративные облигации американских эмитентов с дюрацией 5–10 лет, корпоративные облигации из развивающихся рынков (2,0%) и муниципальные облигации США (1,9%). Наиболее низкую доходность на рынке облигаций приносили следующие стратегии: государственные облигации Японии (3,4% годовых), государственные облигации Великобритании (2,6%), широкий облигационный портфель эмитентов Великобритании (-2,3%), государственные облигации стран еврозоны (-1,2%) и корпоративные облигации стран еврозоны (-1,5%).

Таблица 2

Доходность в долларах популярных облигационных портфелей на глобальном рынке за период 2013–2022 гг. (% годовых) и с начала 2023 г. по состоянию на 28 февраля 2023 г. (%)

	Инвестиционные стратегии	Бенчмарки: индексы Morningstar и биржевые фонды (ETFs)	Доходность, %		
			2013–2022 гг.	2022 г.	с начала года на 28 февраля 2023 г.
Глобальный рынок					
1	Широкий рынок облигаций	Morningstar Global Core Bond	-0,72	-17,31	-0,32
2	Государственные облигации	Morningstar Global Treasury Bond	-1,39	-18,64	-0,75
3	Гособлигации с индексацией на инфляцию	Morningstar Global Treasury Inflation-Linked Securities	-0,07	-23,03	-0,10
4	Корпоративные облигации	Morningstar Global Corporate Bond	0,51	-17,34	0,44
5	Инфраструктурные облигации	Morningstar Global Bond Infrastructure	0,66	-19,51	0,76
США					
6	Широкий рынок облигаций	Morningstar US Core Bond	1,02	-12,96	0,35
7	Широкий рынок облигаций с дюрацией 1–3 года	Morningstar US 1–3 Yr Core Bond	0,83	-3,87	0,06
8	Широкий рынок облигаций с дюрацией 5–10 лет	Morningstar US 5–10 Yr Core Bond	1,01	-12,90	0,33
9	Государственные облигации	Morningstar US Treasury Bond	0,58	-12,44	0,09

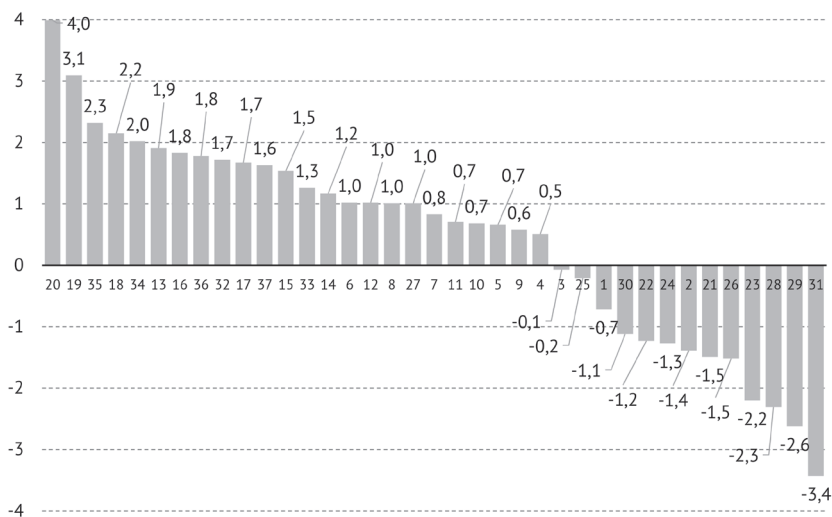
1 Компаний с инвестиционным кредитным рейтингом самого низкого уровня. Их средняя доходность приводится за период 2018–2022 гг.

	Инвестиционные стратегии	Бенчмарки: индексы Morningstar и биржевые фонды (ETFs)	Доходность, %		
			2013–2022 гг.	2022 г.	с начала года на 28 февраля 2023 г.
10	Гособлигации с дюрацией 1–5 лет	Morningstar US 1–5 Yr Treasury Bond	0,68	-5,43	-0,17
11	Гособлигации с дюрацией 5–10 лет	Morningstar US 5–10 Yr Treasury Bond	0,71	-12,56	-0,21
12	Гособлигации с индексацией на инфляцию	Morningstar US Treasury Inflation-Protected Securities	1,02	-11,86	0,46
13	ETF муниципальных облигаций	iShares National Muni Bond ETF (MUB)	1,91	-7,35	0,14
14	Ипотечные облигации	Morningstar US Asset-Backed Securities	1,17	-4,43	0,98
15	Ипотечные облигации под залог коммерческой недвижимости	Morningstar US Commercial Mortgage-Backed Securities	1,54	-9,85	0,50
16	Корпоративные облигации	Morningstar US Corporate Bond	1,83	-15,71	0,64
17	Корпоративные облигации с дюрацией 1–5 лет	Morningstar US 1–5 Yr Corporate Bond	1,67	-6,16	0,29
18	Корпоративные облигации с дюрацией 5–10 лет	Morningstar US 5–10 Yr Corporate Bond	2,15	-13,73	0,47
19	ETF облигаций «падших ангелов»	VanEck Fallen Angel High Yield Bond (FALN)	3,09*	-13,55	1,99
20	Высокодоходные облигации	Morningstar US High-Yield Bond	3,99	-11,09	2,58
Еврозона, Великобритания, Япония					
21	Широкий рынок облигаций	Morningstar Eurozone Core Bond	-1,49	-22,37	-0,92
22	Государственные облигации	Morningstar Eurozone Treasury Bond	-1,23	-23,25	-0,95
23	Гособлигации с дюрацией 1–3 года	Morningstar Eurozone 1–3 Yr Treasury Bond	-2,20	-10,66	-0,89
24	Гособлигации с дюрацией 5–7 лет	Morningstar Eurozone 5–7 Yr Treasury Bond	-1,27	-19,44	-0,87
25	Гособлигации с индексацией на инфляцию	Morningstar Eurozone Treasury Inflation-Linked Securities	-0,21	-14,74	0,53
26	Корпоративные облигации	Morningstar Eurozone Corporate Bond	-1,52	-19,61	-0,19
27	Высокодоходные облигации	Morningstar Eurozone High-Yield Bond	1,01	-16,29	2,37
28	Широкий рынок облигаций	Morningstar UK Core Bond	-2,31	-31,97	0,33
29	Государственные облигации	Morningstar UK Gilt Bond	-2,62	-33,45	-0,12
30	Корпоративные облигации	Morningstar UK Corporate Bond	-1,12	-29,53	2,01
31	Государственные облигации	Morningstar Japan Treasury Bond	-3,43	-17,61	-2,22

	Инвестиционные стратегии	Бенчмарки: индексы Morningstar и биржевые фонды (ETFs)	Доходность, %		
			2013–2022 гг.	2022 г.	с начала года на 28 февраля 2023 г.
Развивающиеся рынки					
32	Широкий рынок облигаций	Morningstar Emerging Markets Composite Bond	1,72	-15,66	0,67
33	Государственные облигации	Morningstar Emerging Markets Sovereign Bond	1,26	-16,33	0,47
34	Корпоративные облигации	Morningstar Emerging Markets Corporate Bond	2,02	-15,18	0,82
35	Инфраструктурные облигации	Morningstar Emerging Markets Infrastructure Bond	2,32	-14,00	0,49
36	Высокодоходные облигации	Morningstar Emerging Markets High-Yield Bond	1,78	-14,69	1,04
37	Широкий рынок облигаций китайских эмитентов	Morningstar China USD Broad Market Bond	1,63	-13,57	1,57

* В среднем за 2018–2022 гг.

Источники: Составлено авторами на основании статистики информационного ресурса Morningstar и данных статистики The Wall Street Journal.



Примечание. Название инвестиционной стратегии, обозначенной на графике в виде числа, указано в табл. 2 с соответствующим порядковым номером в столбце 1.

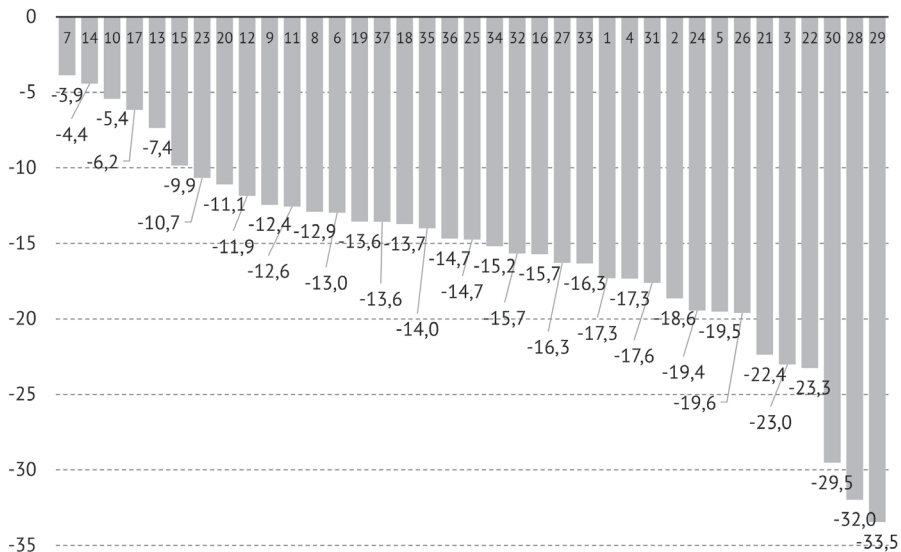
Рис. 3. Среднегодовая номинальная доходность портфелей облигаций в 2013–2022 г., % годовых

Источники: Составлено авторами на основании статистики информационного ресурса Morningstar и данных статистики The Wall Street Journal.

В 2022 г. в условиях снижения процентных ставок центральных банков развитых стран по всем 37 облигационным стратегиям были зафиксированы убытки инвесторов (табл. 1, рис. 4). Наименьшие убытки пришлось на следующие стратегии: широкий рынок облигаций США с дюрацией 1–3 года (-3,9% годовых), ипотечные облигации США (-4,4%), государственные облигации США с дюрацией 1–5 лет (-5,4%), корпоративные облигации США с дюрацией 1–5 лет (-6,2%), муниципальные облигации США (-7,3%). Наоборот, наибольшие убытки понесли владельцы государственных облигаций, широкого портфеля облигаций и корпоративных облигаций в Великобритании (в размере соответственно -33,4%, -32,0% и -29,5% годовых). Далее следуют вложения в государственные и широкий портфель облигаций стран еврозоны (в размере -23,2% и -22,4%) и вложения в государственные облигации США с индексацией на инфляцию (-23,0%).

В первые два месяца 2023 г. наибольшую доходность принесли вложения в высокодоходные облигации в США и странах еврозоны (в размере соответственно 2,6% и 2,4%), в облигации «падших ангелов» в США (2,0%), широкий рынок облигаций китайских эмитентов (1,6%) и высокодоходные облигации компаний из развивающихся фондовых рынков (1,0%).

Обобщая изменения на глобальных финансовых рынках в 2022 г., издание The Economist выделяет 5 главных трендов года: завершение эпохи дешевых



Примечание. Название инвестиционной стратегии, обозначенной на графике в виде числа, указано в табл. 2 с соответствующим порядковым номером в столбце 1.

Рис. 4. Номинальная доходность портфелей облигаций в 2022 г., % годовых

Источники: Составлено авторами на основании статистики информационного ресурса Morningstar и данных статистики The Wall Street Journal:

денег; завершение длительного тренда роста рынка акций с 2009 по 2021 г.; ограничение возможностей привлечения капитала на фондовых рынках; снижение привлекательности инвестирования в стратегии акций роста в пользу акций стоимости; кризис доверия к нерегулируемому рынку криптовалют¹.

2.1.2. Санкции и ответные меры на российском финансовом рынке

В 2022 г. помимо сложностей, испытываемых глобальным рынком, российская экономика и финансовый рынок столкнулись с беспрецедентными санкциями со стороны 49 недружественных стран. По расчетам информационного ресурса Castellum.AI², на 24 февраля 2023 г. в отношении России после 24 февраля 2022 г. было введено около 11,5 тыс. санкционных ограничений в дополнение к 2,7 тыс. других мер, принятых с 2014 г. Общее количество указанных санкций в 3,3 раза превышало число санкций, принятых в отношении Ирана, который долгие годы является главным объектом подобных ограничений. Применение недружественными странами санкций по отношению к России в финансовой сфере было направлено на ограничение доступа российских организаций и частных лиц к финансово-банковской и международной платежной системам указанных стран и сокращение валютных средств, поступающих в Россию.

Оценка заблокированных активов участников конфликта

Прежде всего введенные после 24 февраля 2022 г. санкции предусматривали блокировку финансовых активов золотовалютного резерва РФ, а также граждан и организаций, на которых были наложены соответствующие санкции. Точных данных о стоимости замороженных таким образом активов не существует до сих пор. Согласно оценкам издания The Wall Street Journal, ссылающегося на оценки официальных лиц, западные власти заморозили российских активов на сумму более 330 млрд долл., включая около 300 млрд долл. средств золотовалютного резерва РФ³.

Менее прозрачной является информация о стоимости заблокированных активов за рубежом, принадлежащих российским компаниям и гражданам. По оценкам Андерса Ослунда, на которые ссылается издание The Economist, стоимость иностранных активов граждан России, находящихся под санкциями, составляет около 400 млрд долл., из которых только 50 млрд долл. являются замороженными⁴. Согласно более актуализированным на начало

1 The Economist. Five financial trends that 2022 killed. 21 December 2022. URL: https://www.economist.com/finance-and-economics/2022/12/21/five-financial-trends-that-2022-killed?utm_content=article-link-1&etear=nL_today_1&utm_campaign=a.the-economist-today&utm_medium=email.internal-newsletter.np&utm_source=salesforce-marketing-cloud&utm_term=12/22/2022&utm_id=1429525

2 URL: <https://www.castellum.ai/russia-sanctions-dashboard>

3 Talley I. (2022). U.S. Prosecutors Target Russian Assets, but Legal Hurdles Loom // The Wall Street Journal online. 24 November. URL: <https://www.wsj.com/articles/u-s-prosecutors-target-russian-assets-but-legal-hurdles-loom-11669233820>

4 Could seizing Russian assets help rebuild Ukraine? // The Economist. 2022. URL: <https://www.economist.com/finance-and-economics/2022/06/06/could-seizing-russian-assets-help-rebuild-ukraine>

2023 г. оценкам, приводимым ресурсом POLITICO со ссылкой на Европейскую комиссию, стоимость российских активов, замороженных в ЕС, составляет 68,0 млрд евро (около 65 млрд долл.), из которых на Бельгию, где расположена международная клирингово-расчетная система Euroclear, приходится 50,0 млрд евро и на Люксембург с Clearstream – 5,5 млрд евро¹.

Согласно оценкам официальных представителей Банка России, на которые ссылается РБК², на 30 ноября 2022 г. общая стоимость заблокированных активов российских инвесторов составляла 5,7 трлн руб., или 93,3 млрд долл. При этом из указанной стоимости активов примерно 20% (18,7 млрд долл.) приходилось на средства, принадлежащие розничным инвесторам. Можно предполагать, что среди указанных частных инвесторов преобладают граждане, которые не входят в какие-либо санкционные списки, поэтому формально применение к ним каких-либо ограничений со стороны зарубежных финансовых организаций является необоснованным.

С учетом указанных данных можно предположить, что общая стоимость заблокированных в зарубежных юрисдикциях активов, принадлежащих российским резидентам (государству, бизнесу и гражданам), в 2022 г. составляла около 393 млрд долл.

Согласно ответным мерам Российской Федерации заблокированными в российских финансовых организациях оказались активы нерезидентов, инвестированные в акции и корпоративные облигации российских компаний, а также в облигации федерального займа (ОФЗ) и еврооблигации РФ. По нашим расчетам, общая стоимость заблокированных активов нерезидентов в феврале 2022 г. составляла около 192 млрд долл., включая 86 млрд долл. вложений в долевые финансовые инструменты российских компаний, 50 млрд долл. – в корпоративные еврооблигации, 37 млрд долл. – в ОФЗ и 19 млрд долл. – в государственные еврооблигации РФ³. Это более чем в 3 раза превосходило масштабы ограничений сделок с активами нерезидентов после дефолта в 1998 г. государственных краткосрочных обязательств (ГКО), когда было заблокировано около 60 млрд долл. вложений нерезидентов в ценные бумаги российских эмитентов⁴.

Основные санкции со стороны недружественных стран

После 24 февраля 2022 г. основные санкции в сфере финансовых рынков со стороны недружественных государств включали следующие меры.

1. *Блокировка и взыскания на российские активы.* Замораживание валютных резервов Банка России, находившихся в банках стран G7, на сумму около 300 млрд долл. Позднее практика ареста активов была распространена

1 URL: <https://www.castellum.ai/russia-sanctions-dashboard>

2 URL: <https://quote.ru/news/article/63d8c5db9a79475d8f7a1497>

3 По состоянию на февраль 2023 г. стоимость заблокированных вложений нерезидентов существенно сократилась из-за переоценки их стоимости владельцами и использования разных возможностей выхода из указанных активов.

4 Smith E. (2022). Russia thinks it has found a way around Washington's dollar bond payment blockade // CNBC on-line. URL: <https://www.cnn.com/2022/06/06/russia-thinks-its-found-a-way-around-us-dollar-bond-payment-blockade.html>

на активы частных лиц, попавших в санкционные списки. Из представителей стран G7 была создана постоянно действующая рабочая группа «Российские элиты, доверенные лица и олигархи» (REPO), занимающаяся отслеживанием и арестом активов попавших под санкции организаций и частных лиц.

В феврале 2023 г. было заявлено, что Комитет постоянных представителей (Coreper) стран ЕС учредит специальную рабочую группу по вопросу использования замороженных в ЕС активов для восстановления Украины¹, что может распространяться не только на заблокированные активы золотовалютного резерва РФ, но и на активы попавших под санкции компаний и частных лиц. В США на основе исков уполномоченных органов исполнительной власти суды начали выносить решения о взыскании арестованного имущества попавших под санкции частных лиц в пользу Украины².

Запрет в США операций с Банком России, Минфином России и Фондом национального благосостояния, введение санкций против Российского фонда прямых инвестиций (РФПИ) и его руководителя.

2. *Санкции на ключевые российские финансовые организации.* Внесение в список SDN Управления по контролю за иностранными активами (OFAC) Казначейства США крупнейших российских банков (ВТБ, ФК «Открытие», Совкомбанк, Промсвязьбанк, Новикомбанк, Сбербанк, Альфа-банк, банк «Россия», СМП-банк, Транскапиталбанк, Инвестторгбанк, Московский индустриальный банк, Дальневосточный банк, Росбанк и др.), предполагающее блокировку активов банков в американской юрисдикции, запреты на долларовые транзакции и проведение любых транзакций с американскими контрагентами для банков. С 24 февраля 2023 г. США дополнительно внесли в санкционный список SDN ряд российских банков второго эшелона, включая банки «Санкт-Петербург», «Зенит», «Уралсиб», МТС Банк. МКБ, Ланта-банк, Металлинвестбанк, банк «Левобережный», банк «Приморье», СДМ-банк, Уральский банк реконструкции и развития³.

Европейским союзом также были наложены похожие на американские ограничительные санкции на российские банки. Их применение повлекло за собой отключение от расчетов с использованием SWIFT 10 крупнейших российских банков, включая ВТБ, «Россия», «Открытие», Новикомбанк, Промсвязьбанк, Совкомбанк, Сбербанк, Россельхозбанк и МКБ. 25 февраля 2023 г. в данный список банков, на которые распространяются санкции ЕС, включены Альфа-банк, Росбанк и Тинькофф Банк. Таким образом, к началу марта 2023 г. под жесткими ограничительными санкциями США и ЕС, а также ряда других развитых стран оказались практически все российские системно значимые банки, за исключением дочерних структур двух европейских банков – Райффайзена и ЮниКредит Банка. При этом указанные два банка все больше

1 URL: <https://www.reuters.com/world/europe/eu-seeks-use-frozen-russian-funds-rebuild-ukraine-2023-02-14/>

2 Уварчев Л. (2023). США впервые объявили о передаче конфискованных у россиян активов Украине // Коммерсантъ, 4 февраля. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/5810341>

3 Заруцкая Н. (2023). Почему 11 российских банков попали под санкции // Ведомости. 24 февраля. URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2023/02/25/964270-11-bankov?from=newsline>

подпадают под давление иностранных финансовых регуляторов, направленное на сокращение бизнеса и уход из России¹.

3. *Запрет на денежные расчеты и инвестиции из России.* В марте 2022 г. Visa и Mastercard приостановили деятельность в России, транзакции по картам указанных платежных систем перестали быть доступны за пределами России. При этом ранее выпущенные российскими банками карты Visa и Mastercard продолжают бесперебойно обслуживаться на территории РФ Национальной системой платежных карт.

Банкам ЕС запрещено принимать депозиты от российских граждан и компаний величиной свыше 100 тыс. евро, продавать клиентам из России ценные бумаги, номинированные в евро, оказывать услуги по продаже ценных бумаг, выпущенных после 12 апреля 2022 г., а также проводить листинг акций любых российских госкомпаний (с долей государства свыше 50%) на европейских биржах.

4. *Ограничения заимствований российских организаций на глобальных рынках.* Введение секторальных санкций, предполагающих ограничения для иностранных инвесторов на все операции, включая финансирование и другие сделки с новыми долговыми обязательствами со сроком погашения более 14 дней и новыми акциями для крупнейших российских компаний, включая Газпромбанк, Россельхозбанк, «Газпром», «Газпром нефть», «Транснефть», Ростелеком, РЖД и др. Американским гражданам было запрещено осуществлять новые инвестиции в энергетический сектор России и финансировать иностранные компании, осуществляющие подобные инвестиции.

Запрет на заимствования на рынках США и Европы для крупнейших российских компаний с государственным участием, ограничение возможности российских компаний вести расчеты в долларах, евро, фунтах и иенах, запрет на поставку в Россию банкнот долларов и евро.

Введенный ЕС запрет на осуществление финансовой оценки России и российских компаний европейскими рейтинговыми агентствами привел к отзыву кредитных рейтингов России и многих российских компаний крупнейшими международными рейтинговыми агентствами Fitch, Moody's и S&P, что сделало невозможным инвестирование в ценные бумаги указанных эмитентов средств глобальных институциональных инвесторов. Одновременно с этим российские ценные бумаги были исключены из ведущих международных индексов таких администраторов индексов акций, как MSCI, S&P, Dow Jones Indices, FTSE Russell и др., а также индексов облигаций, поддерживаемых JPMorgan, Bloomberg и другими компаниями.

Введение Евросоюзом 3 июня 2022 г. санкций против Национального расчетного депозитария (НРД) как крупнейшего депозитария ценных бумаг в России. Указанные санкции предполагали полную заморозку активов НРД на территории стран Евросоюза, а также запрет для резидентов этих государств осуществлять сделки и операции с НРД. Это означало, что клиенты НРД, даже если они не входили в какие-либо санкционные списки, лишились

1 Столяров А. (2023). UniCredit и Raiffeisen зашли в тупик // Эксперт. № 9. 27 февраля – 5 марта. URL: <https://expert.ru/expert/2023/09/unicredit-i-raiffeisen-zashli-v-tupik/>

возможности осуществлять транзакции с ценными бумагами, которые НРД хранил в Euroclear и Clearstream, а также получать любые доходы и выплаты по указанным ценным бумагам. Де-факто данное ограничение начало действовать еще раньше – с марта 2022 г., когда европейские депозитариусы Euroclear и Clearstream по собственной инициативе приостановили осуществление операций по счетам НРД в указанных международных расчетно-клиринговых организациях¹.

Блокировка части средств валютного резерва Банка России и запрет для российских компаний на осуществление расчетов в долларах и евро 25 мая 2022 г. привели к ситуации, когда Минфин России, располагая валютными средствами, не смог осуществить их перевод через НРД в Euroclear в счет платежей по государственным еврооблигациям погашения в 2027 и 2047 гг. в размере 100 млн долл. Данную проблему не удалось урегулировать в течение месяца, что привело к формальному объявлению дефолта по внешнему долгу РФ со стороны международных рейтинговых агентств². Даже несмотря на то, что Российская Федерация официально не признала данные события дефолтом, а иностранные облигационеры воздержались от применения каких-либо формальных правовых процедур по принудительному исполнению указанных обязательств, данный факт привел к прекращению рынка кредитных дефолтных свопов (CDS) на облигации российских эмитентов в июне 2022 г. и стал основанием существенного дисконтирования стоимости облигаций и акций российских эмитентов в портфелях международных институциональных инвесторов.

С 24 февраля 2023 г. было приостановлено участие России в Группе разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (Financial Action Task Force, ФАТФ).

5. Ограничения на поступление валютной выручки в РФ. Введение США, ЕС, Великобританией, Японией и рядом других стран ограничений на операции с золотом с участием попавших под санкции российских государственных структур и финансовых организаций. Кроме того, ЕС ввел запрет европейским компаниям обслуживать криптокошельки россиян, а также введены ограничения на предоставление России финансовых услуг, консультаций в области информационных технологий и некоторых других бизнес-услуг.

1 В конце декабря 2022 г. правительствами Люксембурга и Бельгии были приняты решения о временной до 7 января 2023 г. разблокировке счетов НРД в депозитариях Euroclear и Clearstream для того, чтобы клиенты НДЦ, на которых не распространяются санкции, могли продать принадлежащие им иностранные ценные бумаги. Однако на деле оказалось, что неопределенности в толковании данных правовых норм и нереалистично жесткие сроки для их исполнения не позволили российским участникам рынка вернуть в свое распоряжение хотя бы часть указанных активов. На начало марта 2023 г. ряд крупных российских брокеров направили документы, необходимые для разблокирования клиентских активов, в уполномоченные финансовые органы Бельгии и Люксембурга, однако каких-либо значимых позитивных результатов для российских частных инвесторов данные меры пока не принесли.

2 Сложившуюся ситуацию с невыполнением по не зависящим от Российской Федерации техническим причинам ряда обязательств по еврооблигациям можно назвать «квазидефолтом», когда с точки зрения внутреннего законодательства обязательства перед нерезидентами были исполнены (подробнее об этом см. ниже в данном разделе), а владельцы указанных облигаций воздерживаются от предъявления каких-либо претензий по отношению к эмитенту облигаций.

В конце 2022 г. и в I квартале 2023 г. странами G7 были введены меры по установлению потолка цен на экспортируемые Россией нефть, газ и нефтепродукты, направленные на сокращение валютной выручки, поступающей в страну. Помимо всего прочего, данные меры создавали существенные риски для стабильности валютного курса рубля и условий деятельности финансовых организаций.

Ответные меры со стороны России

Несмотря на всю тяжесть, указанные санкции не привели к кризису российской финансовой системы благодаря оперативным ответным мерам, принимаемым Правительством РФ и Банком России. Основные меры по стабилизации финансовой системы сводились к следующему¹.

1. Поддержание внутренней финансовой стабильности. В целях предотвращения оттока средств из банковских депозитов и поддержания их ценовой стабильности 28 февраля 2022 г. Банком России было принято решение о временном повышении ключевой ставки с 9,5 до 20%. По мере снижения рисков для финансовой стабильности и инфляционных ожиданий ключевая ставка в течение года снижалась и составила на конец года 7,5%.

Для предотвращения кризиса ликвидности банковской системы после 24 февраля 2022 г. Банк России увеличил объемы рефинансирования банков, повысил гибкость инструментов для банковских заимствований и снизил требования к обеспеченности централизованных кредитов. Во время острой фазы низкой ликвидности дневной объем рефинансирования банков достигал 9,6 трлн руб. Дополнительные денежные средства у банков были высвобождены в результате временного снижения нормативов обязательных резервов по всем видам резервируемых обязательств до 2% и повышения коэффициента усреднения для банков с универсальной и базовой лицензией до 0,9.

После 24 февраля 2022 г. были временно приостановлены торги акциями и облигациями, запрещены короткие продажи. 21 марта были возобновлены биржевые торги ОФЗ, с 24 марта – торги акциями, 26 марта – корпоративными облигациями. На конец 2022 г. все секции фондового рынка на Московской бирже работали в штатном режиме.

Для обеспечения сбалансированной ликвидности на рынке ценных бумаг и предотвращения избыточной волатильности Банк России принял решение с 21 марта 2022 г. осуществлять покупку отдельных выпусков ОФЗ в объемах, необходимых для ограничения рисков для финансовой стабильности.

Для поддержания стабильности курса рубля были введены обязательная продажа и репатриация валютной выручки экспортерами с последующим ослаблением данных требований по мере стабилизации курса рубля². С 24 мая 2022 г. для резидентов – участников внешнеэкономической деятельности

1 Подробный перечень мер, принимавшихся Банком России, см.: URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/134865/plan_limit.pdf

2 Указ Президента Российской Федерации от 28.02.2022 № 79 «О применении специальных экономических мер в связи с недружественными действиями Соединенных Штатов Америки и примкнувших к ним иностранных государств и международных организаций».

размер обязательной продажи иностранной валюты снижен с 80 до 50% выручки, причитающейся резидентам в рамках всех внешнеторговых договоров.

Одновременно с этим были введены ограничения на операции с иностранной валютой – на переводы денежных средств за рубеж, на снятие наличной валюты с валютных вкладов, на продажу наличной валюты банками. По мере стабилизации ситуации вводились послабления, например, были увеличены лимиты на переводы денежных средств, расширены возможности банков по продаже иностранной валюты¹.

2. *Меры по разблокированию активов российских резидентов.* Ключевым направлением борьбы с санкциями являлись усилия финансовых регуляторов и поднадзорных им финансовых организаций по размораживанию финансовых активов российских резидентов, заблокированных в зарубежных юрисдикциях, а также по созданию правовых и организационных условий по исполнению обязательств российскими эмитентами по ценным бумагам, выпущенным в иностранных юрисдикциях, прежде всего по еврооблигациям и депозитарным распискам. При этом Банк России с самого начала заявил, что не будет осуществлять выкуп заблокированных иностранных активов у российских компаний и частных лиц². В условиях высоких геополитических рисков данная мера была оправданной, однако в будущем, вероятно, необходимо введение механизмов страхования клиентских активов, особенно вложений неквалифицированных инвесторов, от операционных рисков финансовых посредников, включая риски блокировки активов в вышестоящих депозитариях.

3. *Замораживание активов нерезидентов.* Прежде всего в ответ на блокировку активов российских инвесторов Правительство и Банк России оперативно ввели ограничения на вложения нерезидентов на ценные бумаги российских эмитентов. Для предотвращения оттока иностранных портфельных инвестиций были ограничены сделки с резидентами недружественных государств в виде запрета для брокеров на исполнение поручений нерезидентов на продажу ценных бумаг российских эмитентов. С сентября 2022 г. данные ограничения были отменены для нерезидентов из дружественных стран.

4. *Меры по обеспечению исполнения обязательств по ценным бумагам российских эмитентов и защите прав российских инвесторов.* В апреле 2022 г. было принято решение о делистинге депозитарных расписок российских компаний с иностранных бирж с последующей конвертацией в отечественные ценные бумаги, а также о запрете на размещение и обращение на иностранных биржах ценных бумаг российских эмитентов в виде депозитарных расписок³. В последующем для преодоления сложностей для инвесторов в конвертации депозитарных расписок в акции соответствующих компаний

1 URL: <http://www.cbr.ru/press/event/?id=14059>

2 Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2023 г. и на период 2024 и 2025 гг. // Банк России. С. 39, 2022. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/143773/onfr_2023-2025.pdf

3 Федеральный закон от 16.04.2022 № 114-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

была введена процедура автоматической конвертации указанных расписок. Она предполагала, что держатели расписок, права на которые учитывались иностранными депозитариями, могли до 11 октября 2022 г. подать заявление на конвертацию в российский депозитарий, где хранились акции, на которые были выпущены расписки. В процессе автоматической конвертации все российские депозитарии, которые учитывали расписки, списывали их со счетов владельцев и зачисляли вместо них акции российских эмитентов. Со стороны держателей расписок никаких действий не требовалось независимо от того, являлись ли они резидентами или нерезидентами.

В условиях риска объявления дефолтов по еврооблигациям Российской Федерации и ряда корпоративных эмитентов по независимым от них причинам из-за санкционных ограничений на переводы средств в пользу владельцев указанных облигаций через иностранные банки были приняты комплексные законодательные меры по обеспечению исполнения данных обязательств через российские финансовые институты. В соответствии с Указом Президента РФ от 23.05.2022 № 303 было предусмотрено введение временного порядка выплат по еврооблигациям, согласно которому обязательства по еврооблигациям Российской Федерации считаются выполненными, если они исполнены в рублях в сумме, эквивалентной стоимости обязательств в иностранной валюте по курсу на день перевода средств в Национальный расчетный депозитарий (НРД), через который они будут доводиться до кредиторов. Данные требования были своевременно исполнены Минфином России.

Для защиты прав частных инвесторов в условиях блокировки активов были приняты ответные меры, обеспечивающие снижение зависимости российского рынка от иностранной инфраструктуры. В частности, была предусмотрена возможность осуществления через российскую инфраструктуру выплат доходов по ценным бумагам российских компаний, выпущенных в иностранных юрисдикциях, а также исполнения обязательства по еврооблигациям российских эмитентов¹. В итоге российские владельцы еврооблигаций смогли через российские финансовые организации получать купонные и иные выплаты от эмитентов данных облигаций в рублях.

Установлен особый порядок исполнения российскими эмитентами обязательств перед нерезидентами с использованием счетов типа «С» с зачислением и хранением на них средств в рублях². Данные счета могли открываться на имя нерезидентов – получателей выплат по ценным бумагам на основании заявлений их эмитентов без согласия указанных нерезидентов. Конвертация указанных средств в иностранную валюту возможна только с разрешения российских властей.

Первоначально счета типа «С» для исполнения обязательств по ценным бумагам открывались в расчетном депозитарии НРД. Однако решением

1 Указ Президента Российской Федерации от 22.06.2022 № 394 «О временном порядке исполнения перед резидентами и иностранными кредиторами государственных долговых обязательств Российской Федерации, выраженных в государственных ценных бумагах, номинальная стоимость которых указана в иностранной валюте».

2 Указ Президента Российской Федерации от 05.03.2022 № 95 «О временном порядке исполнения обязательств перед некоторыми иностранными кредиторами».

совета директоров Банка России от 29.12.2022¹ было утверждено требование о централизованном переводе всех банковских счетов типа «С», на которых хранились замороженные денежные средства нерезидентов, в Агентство по страхованию вкладов (АСВ), находящееся под полным контролем Банка России. Данная мера могла быть связана с идеями создания на базе АСВ специального компенсационного фонда, предназначенного для выплат российским инвесторам, активы которых были заблокированы из-за введенных в отношении НРД санкций. Предполагалось, что источником формирования данного фонда могли бы быть доходы, получаемые от инвестирования средств нерезидентов, заблокированных на банковских счетах типа «С». Однако, по словам председателя Банка России, до настоящего времени работы по созданию такого фонда пока приостановлены до наступления ясности с решением ЕС о блокировке средств российских резидентов в НРД².

На регулярной основе сумма средств, хранимых на указанных счетах, не раскрывается АСВ, но по наиболее актуальным данным Банка России по состоянию на 11 ноября 2022 г. она составляла 280 млрд руб., или 4,5 млрд долл.³.

Для реструктуризации долгов по еврооблигациям российским эмитентам была предоставлена возможность выпуска так называемых замещающих облигаций, представляющих собой выпущенные по российскому праву и обращающиеся внутри российской инфраструктуры облигации, которые инвестор может получить взамен еврооблигаций эмитента⁴. Параметры замещающих облигаций должны были соответствовать параметрам замещаемого выпуска еврооблигаций по сроку погашения, размеру дохода, календарю купонных выплат и номинальной стоимости. При этом все выплаты по данным облигациям осуществляются в рублях по текущему курсу. Прочие условия выпуска эмитент может сохранить или скорректировать по собственному усмотрению. Не востребованные в процессе обмена на еврооблигации замещающие облигации могут продаваться другим инвесторам.

В информационном письме Банка России от 30.12.2022 № ИН-018-34/154 участникам финансового рынка было рекомендовано использовать механизм замещающих облигаций для исполнения своих обязательств по еврооблигациям⁵. Позднее, в выступлении Председателя Банка России Э. Набиуллиной по итогам заседания совета директоров банка 10 февраля 2023 г. было заявлено об обязательности указанного обмена для всех эмитентов корпоративных

1 URL: http://www.cbr.ru/about_br/dir/rsd_2022-12-29_31_02/

2 Обсуждения о создании компенсационного фонда для инвесторов приостановлены 10 февраля // Frank Media. 2023. URL: <https://frankrg.com/112079>

3 URL: <https://www.interfax.ru/business/872120>

4 Выпуск замещающих облигаций осуществляется на основании Федерального закона от 14.07.2022 № 292-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации, признании утратившим силу абзаца шестого части первой статьи 7 Закона Российской Федерации «О государственной тайне», приостановлении действия отдельных положений законодательных актов Российской Федерации и об установлении особенностей регулирования корпоративных отношений в 2022 и 2023 гг.» и Указа Президента Российской Федерации от 05.07.2022 № 430 «О репатриации резидентами – участниками внешнеэкономической деятельности иностранной валюты и валюты Российской Федерации».

5 URL: <https://www.cbr.ru/Crosscut/LawActs/File/6114>

еврооблигаций¹. Основной проблемой, сдерживающей выпуск замещающих облигаций, является то, что эмитенты и держатели еврооблигаций по-разному оценивают текущую стоимость еврооблигаций, на основании которой должен производиться их обмен на новые обязательства эмитентов.

Для недопущения расширения объема заблокированных активов розничных инвесторов в условиях реализовавшихся депозитарных рисков сделки с иностранными финансовыми инструментами были временно включены в перечень доступных только квалифицированным инвесторам². Так, уже с 1 октября 2022 г. продажа ценных бумаг эмитентов из недружественных государств неквалифицированным инвесторам была ограничена, а с 1 января 2023 г. полностью приостановлена.

5. Меры по поддержанию устойчивости банков и институциональных инвесторов. Для сохранения потенциала кредитования экономики в изменившихся условиях был введен широкий спектр регуляторных послаблений в отношении кредитных организаций. В частности, предоставлена возможность не ухудшать оценку финансового положения заемщика, качества обслуживания долга, категорию качества обеспечения, категорию качества ссуд, прочих активов и условных обязательств кредитного характера, а также предоставлена возможность применять пониженные коэффициенты риска по кредитным требованиям к отдельным видам заемщиков.

Для поддержания финансовой стабильности финансовых организаций в условиях повышенной волатильности стоимости финансовых инструментов Банк России широко использовал практику временного ослабления требований пруденциального надзора. Например, НПФ и профессиональным участникам рынка ценных бумаг было предоставлено право использовать справедливую стоимость финансовых инструментов и курсы иностранных валют по состоянию на 18 февраля 2022 г., а в случае приобретения финансовых инструментов с 18 февраля по 31 декабря 2022 г. – стоимость их приобретения³.

Для минимизации последствий санкций было принято решение о запрете на раскрытие кредитными организациями определенной информации. НФО было предоставлено соответствующее право. Эмитентам ценных бумаг позволили самостоятельно принимать решение об объеме закрываемой информации, вплоть до отказа от раскрытия документов и сообщений⁴.

Это привело к тому, что большое количество эмитентов приостановило публикацию своей отчетности на собственных сайтах и сайте «Интерфакса» –

1 URL: <https://frankrg.com/112060>

2 URL: <http://www.cbr.ru/press/event/?id=14135>

3 Информационное письмо Банка России от 25.02.2022 № ИН-018-53/16: URL: <http://www.cbr.ru/Crosscut/LawActs/File/5801>

4 Постановление Правительства Российской Федерации от 12.03.2022 № 351 «Об особенностях раскрытия и предоставления в 2022 г. информации, подлежащей раскрытию и предоставлению в соответствии с требованиями Федерального закона «Об акционерных обществах» и Федерального закона «О рынке ценных бумаг», и особенностях раскрытия инсайдерской информации в соответствии с требованиями Федерального закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Центр раскрытия корпоративной информации¹, на котором эмитенты ценных бумаг обязаны раскрывать свою финансовую отчетность и прочую информацию. Например, ПАО «Сбербанк» не только приостановил публикацию отчетности, но и удалил старые финансовые отчеты со своего сайта², а с портала Центра раскрытия корпоративной информации полностью исчезла база данных с отчетностью³. ПАО «Газпром» ограничилось публикацией отчетности за IV квартал 2021 г. и сохранило историю финансовых отчетов⁴. Поиск по сообщениям на официальном портале раскрытия информации⁵, на котором все эмитенты обязаны публиковать отчетность для инвесторов, показывает, что сообщений о публикации любой годовой отчетности за 2021 г. насчитывалось 7316 (из них 7276 за январь – ноябрь 2021 г.), а за 2022 г. – лишь 3455. Стоит уточнить, что к ним относится публикация не только консолидированной отчетности, но и по стандартам РСБУ. Однако эмитенты ценных бумаг, как правило, выпускают отчетность по стандартам МСФО. Количество сообщений о публикации годовой или квартальной консолидированной отчетности с 960 в 2021 г. (957 на январь – ноябрь) упало до 82 в 2022 г., что более наглядно иллюстрирует ситуацию с отчетностью эмитентов ценных бумаг.

По нашим оценкам, составленным на основании данных, раскрываемых информационным ресурсом Sбonds, в реальном секторе из 337 компаний, раскрывших годовую отчетность по МСФО по итогам 2020 г., за 2021 г. предоставили данные только 284 (падение на 16%), а за первое полугодие 2022 г. – только 201 компания (падение еще на 29%). Таким образом, 40,3% компаний реального сектора воспользовались правом на отказ о раскрытия отчетности. Стоит отдельно отметить, что в этот список входят компании, которые являются иностранными эмитентами, ведущими деловую активность на территории РФ: X5 Retail Group N.V., Yandex N.V., VK Company Ltd и прочие (всего 21 компания из 201 компании, раскрывшей отчетность за первое полугодие 2022 г.).

Более резкое снижение прозрачности информации наблюдается в финансовом секторе. Из 288 финансовых организаций (в выборку входят банки, страховые компании, НПФ и прочие финансовые компании), для которых известны данные отчетности за 2020 г., только 91 компания раскрыла информацию по итогам 2021 г. (падение на 68%) и 22 – по итогам 2022 г. (падение еще на 76%). Таким образом, правом на отказ от раскрытия информации воспользовались 92,4% финансовых организаций по сравнению с 2020 г.

2.1.3. Доходность и риски ценных бумаг российских эмитентов

Благодаря профессиональным мерам реагирования на беспрецедентные финансовые санкции со стороны Правительства РФ и Банка России, внутренние финансовый и валютный рынки устояли и сохранили свою финансовую стабильность. Тем не менее в 2022 г. российский финансовый рынок находился под влиянием двух сильнодействующих негативных факторов: циклического

1 URL: <https://www.e-disclosure.ru/#>

2 URL: https://www.sberbank.com/ru/investor-relations/t_disclosure

3 URL: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=3043>

4 URL: <https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=934&type=4>

5 URL: <https://www.e-disclosure.ru/poisk-po-soobshheniyam>

спада глобального финансового рынка (см. выше) и санкционного давления, вызвавшего пересмотр отношений крупных иностранных инвесторов из недружественных стран к вложениям в ценные бумаги российских эмитентов.

По оценкам Банка России¹, основными каналами влияния глобальных экономики и финансовых рынков на внутренний финансовый рынок являются операции по текущему счету, связанные с поступлением валютной выручки, потенциальные эффекты заражения рынков дружественных стран, несбалансированность валютных позиций банков и иных финансовых посредников и дефицит валютной ликвидности, а также риски расчетов и платежей. Фондовый канал глобальных рисков предполагает отрицательное влияние на внутренний рынок отсутствия спроса на ценные бумаги со стороны нерезидентов и разочарование в рынке со стороны внутренних частных инвесторов.

В условиях прекращения обращения долевых и долговых ценных бумаг российских эмитентов на глобальных рынках и ограничений на получение доходов и иных выплат по ним, введения запрета властей на совершение сделок со структурами и гражданами, находящимися под санкциями, и изоляции внутреннего российского финансового рынка для нерезидентов из недружественных стран оценка стоимости акций и облигаций российских эмитентов в глазах глобальных инвесторов стала существенно более консервативной по сравнению со стоимостью аналогичных финансовых инструментов на территории Российской Федерации.

По мнению аналитиков компании MSCI, занимающейся администрированием международных фондовых индексов, с точки зрения рынка кредитных дефолтных свопов (CDS) акции крупнейших российских эмитентов – «Газпрома», Сбербанка, «Роснефти» и «Лукойла» – имеют нулевую стоимость из-за высокого уровня вероятности дефолтов их долговых обязательств^{2, 3} независимо от того, что компании осуществляют реальную деятельность, а их акции продолжают котироваться в рублях на Московской бирже.

Как показано в *табл. 3* и на *рис. 5*, в неблагоприятном для всего глобального рынка 2022 г. портфели акций российских компаний показали наихудшую доходность среди всех приводимых инвестиционных стратегий на развивающихся фондовых рынках. При этом доходность портфелей брендовых на глобальном рынке биржевых фондов (ETFs) на акции российских компаний была существенно ниже доходностей портфеля индекса РТС для акций на Московской бирже. По итогам 2022 г. рекордные убытки показали биржевые фонды iShares MSCI Russia ETF, VanEck Russia ETF и VanEck Russia Small-

1 Обзор финансовой стабильности. II–III кварталы 2022 г. М.: Банк России, 2022. URL: https://www.cbr.ru/analytics/finstab/ofs/2_3_q_2022/

2 Hanis T., Sass Z. (2022). Are Russian Stocks Worthless? // MSCI Research. 26 May. URL: <https://www.msci.com/www/blog-posts/are-russian-stocks-worthless-/03202146429>

3 В отличие от Минфина российские компании располагают большими возможностями погашения долгов по еврооблигациям за счет валютной выручки, оставляемой в зарубежных банках, выполняющих функции платежных агентов. Однако погашение задолженности по еврооблигациям при указанной схеме ведет к тому, что из-за санкций российские владельцы корпоративных еврооблигаций не могут получить причитающиеся им платежи в валюте в счет выплаты купонных доходов и погашения стоимости облигаций.

Сар ETF в размере соответственно -81,1%, -78,8% и -66,3% годовых¹. При этом доходность индексов РТС и РТС на внутреннем российском рынке за тот же год составляла всего -39,2% и -32,9% годовых. При этом биржевой фонд на индекс широкого портфеля акций компаний развивающихся стран – iShares Core MSCI Emerging Markets ETF – в том же году показал отрицательную доходность в размере лишь -20,0% годовых, т.е. стоимость одних и тех же акций российских ПАО была почти вдвое ниже в портфелях глобальных биржевых фондов по сравнению с портфелем индекса РТС². Наличие указанного дисконта стоимости акций российских компаний в перспективе может выступать сдерживающим фактором для инвестиций в указанные акции и на внутреннем финансовом рынке.

Таблица 3

Доходность в долларах индексов акций и биржевых фондов (ETFs), инвестирующих в акции компаний развивающихся рынков, за период 2013–2022 гг. (% годовых) и с начала 2023 г. по состоянию на 28 февраля 2023 г. (%)

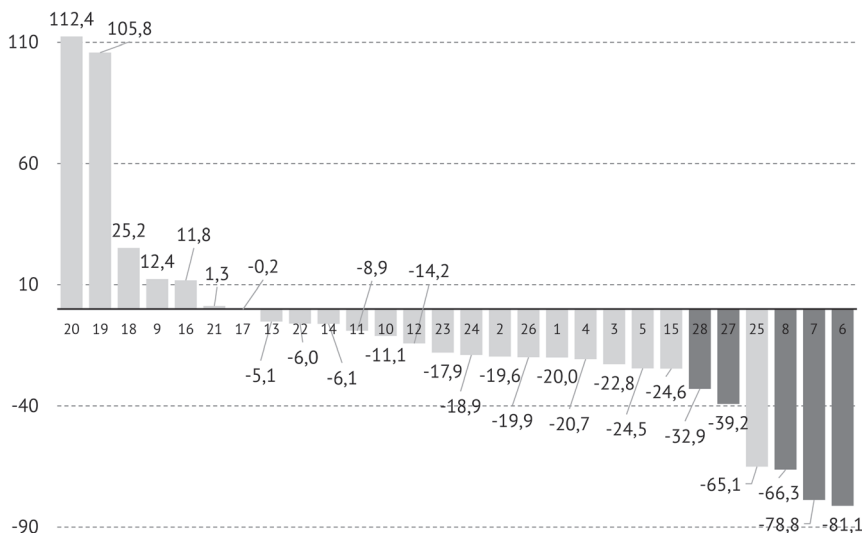
	Инвестиционные стратегии	Бенчмарки: индексы Morningstar и биржевые фонды (ETFs)	Тикер	Доходность, % годовых		
				2013–2022 гг.	2022 г.	с начала года на 28 февраля 2023 г.
1	ETF широкого рынка	iShares Core MSCI Emerging Markets ETF	IEMG	1,36	-19,97	1,39
2	Развивающиеся страны, за исключением Китая	iShares MSCI Emerging Mkts ex China ETF	EMXC	-0,16*	-19,56	1,20
3	Китай	iShares MSCI China ETF	MCHI	1,61	-22,76	0,76
4	Китай, крупнейшие компании	iShares China Large-Cap ETF	FXI	-1,05	-20,66	-1,20
5	Китай, малые компании	iShares MSCI China Small-Cap ETF	ECNS	2,13	-24,5	2,84

- 1 В 2022 г. ряд специализированных на вложениях в российские акции ETFs ликвидированы (например, Direxion Daily Russia Bull 2X Shares RUSL) или находятся в стадии ликвидации (iShares MSCI Russia ETF ERUS).
- 2 Аналогичным образом стоимость российских акций в портфелях крупнейших пенсионных фондов в мире в 2022 г. уменьшилась значительно больше, чем стоимость портфеля индекса РТС – полная доходность. Например, стоимость вложений пенсионного фонда Calpers в российские активы сократились с 765 млн долл. на конец 2021 г. до 194 млн долл. по состоянию на июнь 2022 г., однако данное сокращение стоимости произошло не за счет продажи части активов, а лишь из-за снижения их рыночной стоимости на 74,6%. См.: CNBC (2022). Russia divestment promises by U.S. states go largely unfulfilled // CNBC on-line. 27 August. URL: <https://www.cnbcm.com/2022/08/27/russia-divestment-promises-by-us-states-go-largely-unfulfilled.html>. Аналогичным образом стоимость российских акций в портфеле Государственного пенсионного фонда Норвегии, как следует из годового отчета Norges bank Investment management, сократилась за счет их переоценки как неликвидных активов с 3,4 млрд долл. в 2021 г. до 0,4 млрд долл. на конец июня 2022 г., или на 87,9%. См.: Norges bank Investment management. Government Pension Fund Global. Half-year report 2022. URL: https://www.nbim.no/contentassets/e49be8b7b9764b929bcdd21f4176f2bb/gpfg-half-year-report_2022.pdf

	Инвестиционные стратегии	Бенчмарки: индексы Morningstar и биржевые фонды (ETFs)	Тикер	Доходность, % годовых		
				2013–2022 гг.	2022 г.	с начала года на 28 февраля 2023 г.
6	Россия	iShares MSCI Russia ETF	ERUS	-12,72	-81,11	0,00
7	Россия	VanEck Russia ETF	RSX	-12,28	-78,81	0,00
8	Россия, малые компании	VanEck Russia Small-Cap ETF	RSXJ	-10,25	-66,28	0,00
9	Бразилия	iShares MSCI Brazil ETF	EWZ	-2,70	12,35	-2,50
10	Бразилия, малые компании	iShares MSCI Brazil Small-Cap	EWZS	-5,34	-11,13	-2,78
11	Индия	iShares MSCI India ETF	INDA	6,14	-8,94	-7,04
12	Индия, малые компании	iShares MSCI India Small-Cap ETF	SMIN	8,52	-14,23	-3,30
13	ЮАР	iShares MSCI South Africa ETF	EZA	-1,18	-5,12	-3,37
14	Саудовская Аравия	iShares MSCI Saudi Arabia	KSA	9,74*	-6,07	-3,82
15	Польша	iShares MSCI Poland ETF	EPOL	-4,18	-24,62	2,01
16	Аргентина	Global X MSCI Argentina ETF	ARGT	8,10	11,81	16,93
17	Индонезия	iShares MSCI Indonesia ETF	EIDO	-1,37	-0,15	2,32
18	Чили	iShares MSCI Chile ETF	ECH	-5,68	25,17	3,77
19	Турция	iShares MSCI Turkey ETF	TUR	-3,27	105,81	-4,11
20	Турция	iShares MSCI Turkey ETF USD Dist	ITKY	-2,45	112,39	-4,70
21	Мексика	iShares MSCI Mexico ETF	EWX	-1,38	1,26	16,56
22	Малайзия	iShares MSCI Malaysia ETF	EWM	-2,85	-5,98	-4,82
23	Индекс широкого рынка	Morningstar Emerging Markets	Index 1	2,53	-17,93	0,84
24	БРИК	Morningstar BRIC	Index 2	2,35	-18,92	-2,07
25	Развивающиеся страны в Европе	Morningstar Emerging Markets Europe	Index 3	-8,02	-65,06	3,68
26	Дивидендные акции	Morningstar Emerging Markets Dividend Yield Focus	Index 4	1,05	-19,88	2,14
27	Россия	Индекс РТС	Index 5	-4,4	-39,2	-2,51
28	Россия	Индекс РТС – полная доходность	Index 6	1,4	-32,9	-2,24

* В среднем за 2018–2022 гг.

Источник: Составлено авторами на основании статистики информационного ресурса Morningstar и данных статистики The Wall Street Journal.



Примечание. Название инвестиционной стратегии, обозначенной на графике в виде числа, указано в табл. 3 с соответствующим порядковым номером в столбце 1.

Рис. 5. Номинальная доходность популярных биржевых фондов (ETFs), инвестирующих в акции компаний развивающихся рынков в 2022 г., % годовых

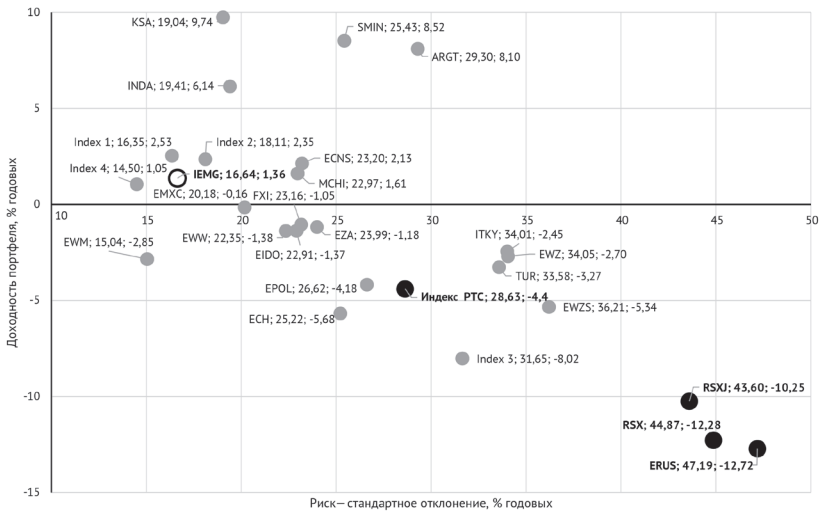
Источники: Составлено авторами на основании статистики информационного ресурса Morningstar и данных статистики The Wall Street Journal.

Интересно отметить, что в 2022 г. наиболее высокую доходность из развивающихся стран показали фондовые индексы некоторых стран с менее стабильной, чем в России, финансовой системой с точки зрения волатильности валютного курса, процентных ставок и инфляции. Самую высокую доходность за год заработали биржевые фонды, инвестирующие в акции турецких компаний, – iShares MSCI Turkey ETF USD Dist и iShares MSCI Turkey ETF – в размере соответственно 112,4% и 105,8% годовых. Далее идут биржевые фонды акций чилийских (iShares MSCI Chile ETF), крупных бразильских (iShares MSCI Brazil ETF) и аргентинских компаний (Global X MSCI Argentina ETF) с доходностью 25,2%, 12,4% и 11,8% годовых. Феномен высокой доходности рынка акций турецких компаний объясняется специфичной денежно-кредитной политикой властей этой страны, когда на фоне 80%-ной инфляции центральный банк осуществлял регулярные снижения централизованных процентных ставок, что подталкивало внутренних инвесторов покупать акции местных компаний в качестве инструмента для защиты их сбережений от инфляции. Рост пузыря акций за счет стратегии дешевых денег несет высокие риски для финансовой стабильности на указанном финансовом рынке. Высокая доходность акций компаний в Аргентине также объясняется тем, что данные активы использовались внутренними инвесторами в качестве защитного актива от высокой инфляции, составившей 98,4% в 2022 г. Однако, в отличие от Турции,

текущая ставка центрального банка Аргентины является высокой – в размере 75% годовых, что направлено на сдерживание роста инфляции. Наиболее привлекательным из рассматриваемых рынков для инвесторов в 2022 г. был рынок акций в Бразилии, где умеренный уровень инфляции, составлявший 5,8% годовых в декабре 2022 г., сопровождался высокой процентной ставкой центрального банка в размере 13,75%. Положительная доходность индексов акций бразильских компаний в национальной валюте и в долларах во многом связана с доверием местных и глобальных инвесторов к макроэкономической стабильности в этой стране.

В январе – феврале 2023 г. индекс РТС – полная доходность с доходностью с начала года в размере -2,24% снизился в меньшей степени, чем стоимость биржевых портфелей акций компаний из Малайзии, Турции, Индии, Польши, Саудовской Аравии и Бразилии, однако уступил широкому портфелю акций компаний развивающихся стран iShares Core MSCI Emerging Markets ETF, стоимость которого выросла на 1,4%. Все три биржевых фонда акций российских компаний в 2023 г. перестали раскрывать свою доходность, готовясь к прекращению своей деятельности.

На 10-летнем временном горизонте с 2013 по 2022 г. портфели биржевых фондов акций российских компаний являлись самыми низкодоходными и рискованными по критерию стандартного отклонения их доходностей (табл. 3, рис. 6). Значения среднегодовых доходностей и риска указанных



Примечание. Названия биржевых фондов, соответствующих тикерам на графике, см. в табл. 3.

Рис. 6. Среднегодовая номинальная доходность и риски популярных биржевых фондов (ETFs), инвестирующих в акции компаний развивающихся рынков, в 2013–2022 гг., % годовых

Источник: Составлено авторами на основании статистики информационного ресурса Morningstar.

портфелей составили -12,7% годовых и 47,2% у биржевого фонда iShares MSCI Russia ETF, -12,3% и 44,9% у фонда VanEck Russia ETF, -10,2% и 43,6% у фонда VanEck Russia Small-Cap ETF. Среднегодовая доходность индекса РТС составила -4,4% и показатель риска 28,6%. Следовательно, и на длинных временных горизонтах стоимость наиболее популярных акций российских эмитентов у инвесторов глобальных инвестиционных фондов оказалась существенно более низкой, риски волатильности более высокими по сравнению с параметрами стоимости и волатильности указанных акций на внутреннем фондовом рынке. При этом индекс широкого портфеля акций компаний развивающихся стран iShares Core MSCI Emerging Markets ETF, в отличие от всех рассматриваемых портфелей российских ПАО, за аналогичный период времени показал позитивную среднегодовую доходность в размере 1,4%, а параметр его среднегодового риска в размере 16,4% оказался на 41,9% ниже, чем у портфеля индекса РТС, и на 62,9% ниже, чем у когда-то самого крупного на глобальном рынке биржевого фонда акций российских компаний – VanEck Russia ETF.

На внутреннем рынке акций и облигаций во многом благодаря усилиям Правительства РФ и Банка России удалось сохранить финансовую стабильность и не допустить девальвации валютного курса рубля. Стабильности валютного курса в 2022 г. также способствовало благоприятное стечение внешних обстоятельств, а именно относительно высокие цены и сохраняющийся, несмотря на санкции, спрос на экспортируемые российскими компаниями нефть, газ, уголь, зерно, химические удобрения и некоторые другие товары при умеренном спросе на импорт товаров и услуг. Финансовым регуляторам удалось сохранить доверие внутренних инвесторов к депозитам в банковской системе и вложениям в акции и облигации. Все сегменты внутреннего финансового рынка продолжили функционировать в полном объеме. При относительно стабильном валютном курсе рубля и сохранении его умеренной конвертируемости рублевая доходность банковских депозитов, выпусков государственных облигаций и облигаций крупных корпоративных эмитентов остается приемлемой для разных категорий внутренних инвесторов.

Наиболее существенно ограничения и геополитические риски 2022 г. проявились на ликвидности внутреннего биржевого рынка финансовых инструментов из-за ухода иностранных инвесторов из недружественных стран и роста консерватизма частных инвесторов по отношению к вложениям в рискованные активы. В 2022 г. средние объемы вторичных биржевых торгов акциями, депозитарными расписками и паями фондов на Московской бирже (МБ) уменьшились на 41,3% по сравнению с объемами 2021 г. по ОФЗ и негосударственным облигациям – соответственно на 41,5% и 20,4% (табл. 4). Объемы торгов иностранными акциями на Санкт-Петербургской бирже (СПБ) в 2022 г. уменьшились на 68,5% по сравнению с аналогичным показателем 2021 г. Спад на рынке акций иностранных компаний на СПБ во многом был вызван регулятивными ограничениями на приобретение иностранных ценных бумаг неквалифицированными инвесторами. Снижение биржевой

Таблица 4

Объемы торгов на Московской бирже (МБ) и Санкт-Петербургской бирже (СПБ) в 2017–2022 гг. и за период с января по февраль 2022 и 2023 гг., трлн руб.

	2021 г.	2022 г.	Среднее за 2017–2021 гг.	Изменение (%) в 2022 г. к:		Январь – февраль:		
				2021 г.	2017–2021 гг.	2022 г.	2023 г.	изменение, %
1. Объем вторичных торгов:								
Акции, расписки, паи	30,0	17,6	17,3	-41,3	1,9	8,8	1,8	-79,1
ОФЗ	7,2	4,2	7,1	-41,5	-40,9	1,2	0,5	-61,9
Негосударственные облигации	2,9	2,3	3,5	-20,4	-33,7	0,3	0,6	97,2
2. Операции РЕПО	420,8	541,9	365,8	28,8	48,2	74,5	74,4	-0,1
В том числе с центральным контрагентом (ЦК)	271,0	301,8	230,9	11,4	30,7	43,9	39,6	-9,8
3. Валютный рынок	322,0	267,8	331,4	-16,8	-19,2	62,3	36,3	-41,8
4. Фьючерсы	151,8	75,6	102,8	-50,2	-26,4	33,2	7,8	-76,4
5. Опционы	6,8	2,3	6,2	-66,4	-63,2	1,1	0,3	-74,3
6. СПБ, иностранные акции, млрд долл.	388,5	122,2		-68,5		55,2	9,4	-83,0

Источник: Расчеты авторов по данным МБ и СПБ.

ликвидности на фьючерсном и опционном рынках Московской биржи (МБ) достигло 50,2% и 66,4%, на валютном рынке – 16,8%.

Лишь объемы биржевых сделок РЕПО, прежде всего благодаря повышенной ликвидности у банков и рефинансированию Банка России, в 2022 г. превышали объемы предкризисного 2021 г. на 28,8%.

В январе – феврале 2023 г. продолжали действовать примерно те же тренды сокращения биржевой ликвидности по сравнению с январем – февралем 2022 г., т.е. с периодом, когда санкции 2022 г. еще не действовали. Исключением является рынок негосударственных облигаций, ликвидность которого за первые два месяца 2023 г. по сравнению с аналогичным периодом 2022 г. выросла на целых 97,2%. Это может объясняться тем, что приток высокой ликвидности в крупные банки в начале 2023 г. был в разовом порядке направлен ими на приобретение корпоративных облигаций.

Вместе с тем негативные тенденции на рынке, связанные с сокращением биржевой ликвидности за счет ухода нерезидентов, риском оттока внутренних сбережений из финансовых активов и резкого одновременного снижения стоимости вложений в акции и рублевые облигации, были нивелированы за счет ряда мер денежно-кредитной политики (ДКП).

Прежде всего это касается профессионального маневрирования ключевой процентной ставкой Банка России. Как показано на *рис. 7*, во время острой фазы конфликта 28 февраля 2022 г. Банк России вовремя повысил ключевую ставку с 8,50% до 20,0%, предотвратив отток средств из банков и их перелив на валютный рынок, а затем с 11 апреля вплоть до 21 сентября по мере стабилизации валютного курса и снижения инфляции стал снижать ставку вплоть до 7,50%, обеспечивая тем самым поддержку рынка рублевых облигаций, поскольку при снижении их доходности рыночная стоимость облигаций в портфелях инвесторов повышается. Тем самым, в отличие от рынков развитых стран, где резкое повышение централизованных процентных ставок привело к резкому падению доходности вложений в облигации, на российском финансовом рынке инвестиции в облигации местных эмитентов, как правило, приносили положительную доходность.

Другим фактором стабильности рынка облигаций и банковской системы в 2022 г. стало поддержание относительно высокого уровня профицита



Рис. 7. Учетная ставка процента ФРС, ставка рефинансирования Европейского центрального банка и ключевая ставка Банка России, % годовых, с декабря 2017 г. по 28 февраля 2023 г.

Источник: Расчеты авторов по данным Сbonds.

ликвидности банковской системы, оцениваемый нами как сумма профицита (+) – дефицита (-) ликвидности банков «плюс» стоимость средств, размещенных ими на депозитах в Банке России и в выпущенных им облигациях (рис. 8). Отчасти это происходило за счет смягчения в течение года ДКП Банка России и бюджетной политики Минфина. Профицит банковской ликвидности в виде средств на корреспондентских счетах и депозитах в Банке России достиг 15 февраля 2023 г. 12,4 трлн руб. Среднедневные значения указанного показателя выросли с 5,4 трлн руб. в декабре 2022 г. до 8,5 трлн руб. в январе и 9,6 трлн в феврале 2023 г. Годом ранее соответствующие значения составляли 2,3 трлн руб. в декабре 2021 г., 3,2 трлн руб. в январе и 2,2 трлн в феврале 2022 г.

Рост банковской ликвидности в конце 2022 г. – начале 2023 г. выступал важным фактором, способствовавшим поддержанию спроса на размещаемые ОФЗ и корпоративные облигации крупнейших эмитентов, поскольку банки оставались ключевыми инвесторами на рынке рублевых облигаций. С уходом нерезидентов недружественных стран с рынка ОФЗ роль банков как инвесторов на рынке государственных облигаций в 2022–2023 гг. существенно усилилась.

Основными источниками формирования совокупного профицита банковской ликвидности выступали внутренняя деятельность банков с учетом

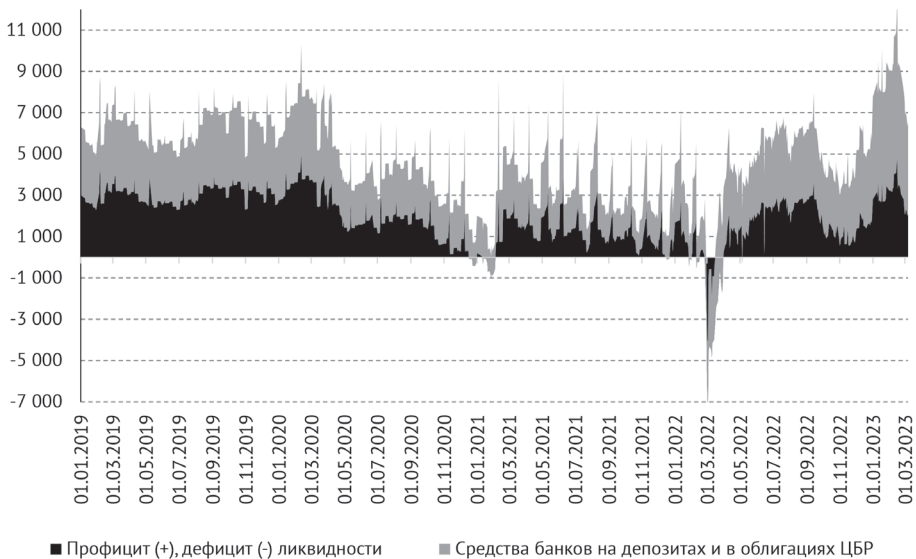


Рис. 8. Суммарный размер банковской ликвидности с января 2019 г. по 7 марта 2023 г., млрд руб.

Источник: Рассчитано авторами по данным Банка России.

растущих поступлений в банковскую систему средств за счет роста бюджетных расходов, а также увеличение объема рефинансирования банков за счет ресурсов Банка России (рис. 9). Среднедневной объем собственных источников ликвидности банков вырос с 1,3 трлн руб. в декабре 2021 г. до 3,5 трлн руб. в декабре 2022 г. и 7,3 трлн руб. в феврале 2023 г. Среднедневной объем рефинансирования банков со стороны Банка России вырос в меньшей мере с 1,0 трлн руб. в декабре 2021 г. до 1,8 трлн руб. в декабре 2022 г. и 2,2 трлн руб. в феврале 2023 г.

В 2022 г. большинство вложений в портфели акций российских компаний показали существенную отрицательную доходность (табл. 5, рис. 10). Рублевый индекс Мосбиржи – полная доходность снизился на 37,3%, что, впрочем, было существенно меньше потерь биржевых фондов акций российских компаний на иностранных биржах (табл. 3). В сложных условиях поддержку индексу акций Мосбиржи оказали средства внутренних частных инвесторов и введенные ограничения по выводу портфельных инвестиций в российские акции нерезидентов из недружественных стран. Из всех 29 рассматриваемых стратегий на внутреннем рынке акций позитивную доходность в 2022 г. имели лишь три портфеля – акций компаний химической и нефтехимической отраслей в размере 17,5%, акций компаний с низкой капитализацией (5,7%) и низколиквидных акций (2,8%).

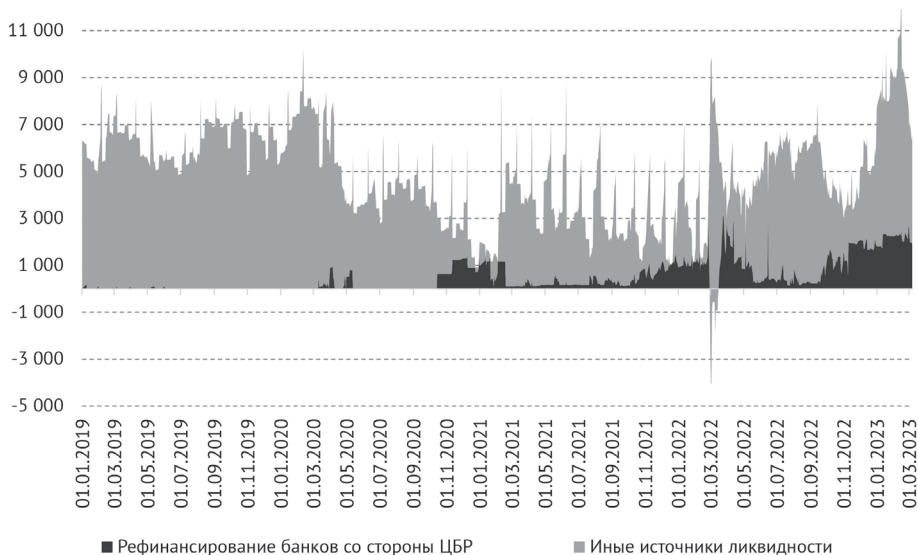


Рис. 9. Источники суммарной банковской ликвидности с января 2019 г. по 7 марта 2023 г., млрд руб.

Источник: Рассчитано авторами по данным Банка России.

Таблица 5

Доходность в рублях вложений в акции и облигации на внутреннем рынке в 2018–2022 гг. (% годовых) и за период с начала 2023 г. по состоянию на 28 февраля 2023 г. (%)

	Инвестиционные стратегии	Бенчмарки: индекс, портфель открытого или биржевого ПИФа	2018–2022 гг.	2022 г.	С начала года на 28 февраля 2023 г.
Акции российских ПАО					
1	Индекс Мосбиржи – полная доходность	MCFTR Index	7,7	-37,3	4,9
2	Широкий индекс акций	Wide_Market_TR	14,9	-22,4	6,0
3	Акции компаний с высокой капитализацией	Big_TR	15,1	-21,3	5,6
4	Акции компаний с низкой капитализацией	Small_TR	22,6	5,7	35,3
5	Акции роста	Growth_L_TR	17,8	-18,7	13,5
6	Акции стоимости	Value_H_TR	10,1	-29,9	5,7
7	Акции с низкой накопленной доходностью	Low_Return_TR	-0,1	-28,8	2,7
8	Акции с высокой накопленной доходностью	High_Return_TR	17,3	-21,7	9,5
9	Акции с низкой ликвидностью	Low_Liq_TR	13,9	2,8	3,1
10	Акции с высокой ликвидностью	High_Liq_TR	14,5	-27,3	8,0
11	Акции с низкой дивидендной доходностью	Low_DY_TR	14,1	-27,2	4,7
12	Акции с высокой дивидендной доходностью	High_DY_TR	16,7	-15,2	-1,6
13	Акции без дивидендных выплат	No_Div_TR	2,9	-18,4	15,2
14	Акции с дивидендными выплатами	Was_Div_TR	15,6	-22,8	1,3
15	Акции частных компаний	Private_TR	17,7	-20,9	5,8
16	Акции госкомпаний	SOE_TR	11,0	-24,1	5,5
17	Акции с низкой рыночной оценкой	Low_PE_TR	11,5	-23,2	2,6
18	Акции с высокой рыночной оценкой	High_PE_TR	18,7	-21,3	6,3
19	Акции финансовых экосистем	RusEco Index		-41,5	11,5
Отраслевые индексы Мосбиржи – полная доходность					
20	Нефтегазовые компании	MEOGTR		-29,4	0,9
21	Электроэнергетика	MEEUTR		-22,4	5,0
22	Телекоммуникации	METLTR		-15,8	9,6
23	Металлургия и добывающая промышленность	MEMMTR		-45,4	9,9
24	Финансовый сектор	MEFNTR		-48,0	11,7

	Инвестиционные стратегии	Бенчмарки: индекс, портфель открытого или биржевого ПИФа	2018–2022 гг.	2022 г.	С начала года на 28 февраля 2023 г.
25	Потребительский сектор	MECNTR		-36,3	4,5
26	Химия и нефтехимия	MECHTR		17,5	9,8
27	Транспорт	METNTR		-44,7	17,2
28	Информационные технологии	MEITTR		-58,3	12,4
29	Строительство	MERETR		-43,3	4,5
ОФЗ					
30	Широкий портфель ОФЗ	RGBITR – индекс Мосбиржи	5,6	3,7	0,04
31	Индекс наиболее ликвидных выпусков гособлигаций	Cbonds-GBI RU	6,3	7,5	-0,02
32	Гособлигации со сроком обращения от 1 до 3 лет	Cbonds-GBI RU 1–3Y	7,3	11,8	0,8
33	Гособлигации со сроком обращения от 3 до 5 лет	Cbonds-GBI RU 3–5Y	7,0	10,7	0,9
34	Гособлигации со сроком обращения от 5 лет и более	Cbonds-GBI RU 5Y	5,9	5,2	-0,6
Корпоративные облигации					
35	Широкий индекс корпоративных облигаций	IFX-Cbonds	8,6	11,9	1,2
36	Облигации со средним и выше среднего кредитным рейтингом	Cbonds-CBI RU BBB/ruAA-	7,9	10,8	0,6
37	Облигации с умеренно низким кредитным рейтингом	Cbonds-CBI RU BB/ruBBB	8,9	12,4	1,4
38	Облигации с низким кредитным рейтингом	Cbonds-CBI RU B/ruB-	10,2	15,9	2,5
39	Высокодоходные облигации	Cbonds-CBI RU High Yield		7,9	2,5
40	Облигации со сроком обращения от 1 до 3 лет	Cbonds-CBI RU 1-3Y	8,4	11,8	1,0
41	Облигации со сроком обращения от 3 до 5 лет	Cbonds-CBI RU 3-5Y	8,3	11,1	1,0
42	Облигации со сроком обращения от 5 лет и более	Cbonds-CBI RU 5Y		5,5	-1,9

Примечание. Доходность факторных инвестиционных стратегий (строки 2–18) рассчитаны на основе данных ресурса ИПЭИ РАНХиГС «Конструктор CAPM-ru». URL: <https://ipei.ranepa.ru/ru/capm-ru/>; Индекс акций финансовых экосистем RusEco (строка 19) рассчитывается и публикуется ИПЭИ РАНХиГС. URL: <https://ipei.ranepa.ru/ru/capm-ru/ruseco-index>
Источники: Расчеты авторов по данным ресурсов Московской биржи, Cbonds и «Конструктора CAPM-ru» ИПЭИ РАНХиГС.

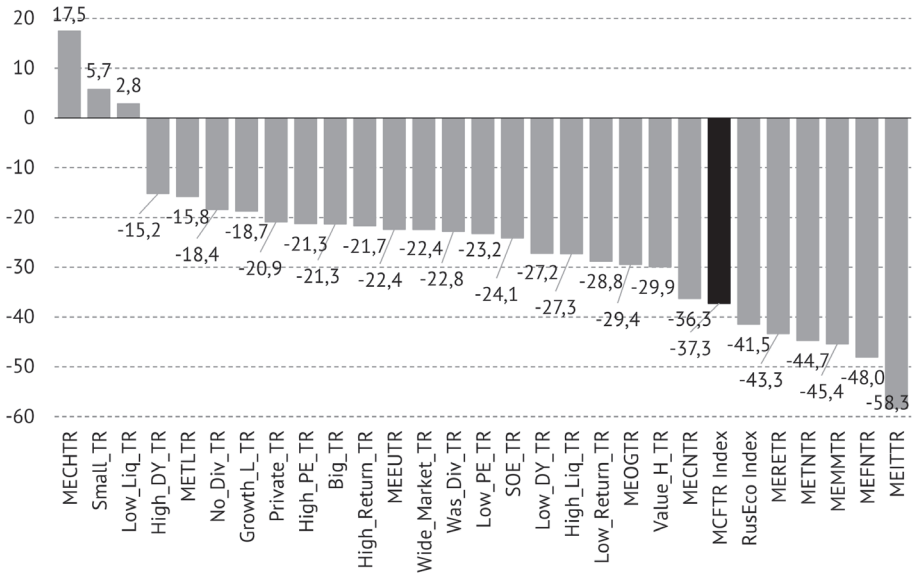


Рис. 10. Доходность факторных и отраслевых инвестиционных стратегий на внутреннем рынке акций по сравнению с доходностью индекса Мосбиржи – полная доходность в 2022 г., % годовых

Источники: Расчеты авторов по данным ресурсов Московской биржи, Cbonds и «Конструктора CAPM-ru» ИПЭИ РАНХиГС.

Интересной закономерностью 2022 г. стало то, что все 17 факторных стратегий инвестирования, указанных в табл. 5 (строки 2–18), и половина из 10 отраслевых стратегий в акции российских компаний показали более высокую доходность по сравнению с доходностью индексного портфеля Мосбиржи – полная доходность. Данный результат объясняется тем, что факторные портфели акций, как правило, значительно более диверсифицированы по количеству эмитентов, чем индекс Мосбиржи, а в отраслевых стратегиях веса тех или иных эмитентов не совпадают со структурой индекса Мосбиржи, где преобладает ограниченный набор акций.

На 5-летнем временном горизонте 2018–2022 гг. 15 из 17 факторных стратегий инвестирования переиграли портфель индекса Мосбиржи с его среднегодовой доходностью 7,7% годовых, что свидетельствует об устойчивости закономерности более высокой доходности факторных стратегий по сравнению с наиболее популярным индексом российского фондового рынка. Все это показывает, что даже в нынешних сложных условиях инвесторы в российские акции могут заметно улучшить доходность своих индивидуальных портфелей за счет вложений в более широкий круг эмитентов, с более высоким риском волатильности данных вложений. Этот фактор необходимо учитывать при совершенствовании финансового регулирования и в стратегиях финансовых

структур по расширению круга финансовых инструментов, доступных внутреннему инвестору.

На внутреннем облигационном рынке в отличие от глобального рынка 2022 г. доходность всех портфелей ОФЗ и корпоративных облигаций была положительной, это объясняется тем, что, в отличие от процентных ставок ФРС и ЕЦБ, ключевая ставка Банка России в течение года фактически снижалась (табл. 5). Совокупная доходность портфеля широкого индекса ОФЗ (RGBITR) составила 3,7%, а индекса корпоративных облигаций (IFX-Cbonds) – 11,9% годовых. Несколько неожиданной закономерностью на фоне тенденции к снижению ключевой ставки Банка России является то, что у портфелей как ОФЗ, так и корпоративных облигаций совокупная доходность облигаций с более длительной дюрацией была ниже доходности облигаций с более короткой дюрацией¹. Это может быть связано с узким кругом облигаций, включаемых в тот или иной индекс, или со сложностью определения рыночной стоимости неликвидных облигаций. Можно отметить и низкую совокупную доходность в 2022 г. портфелей государственных облигаций со сроком обращения от 5 лет и более в размере 5,2%, а также портфелей высоколиквидных корпоративных облигаций на уровне 7,9%, что связано с тем, что данные категории облигаций пользовались недостаточным спросом инвесторов на рынке. Это вело к тому, что они торговались на бирже со значительной скидкой от номинала. Более низкая доходность долгосрочных облигаций по сравнению с краткосрочными может означать то, что инвесторы на рынке облигаций ожидают повышения ключевой ставки Банка России, это означало бы более активное снижение стоимости долгосрочных облигаций, чем краткосрочных.

Все более важную роль на российском рынке играют финансовые экосистемы, формируемые крупнейшими банками и технологическими компаниями. Для инвесторов вложения в акции экосистем может стать способом получения дополнительной премии к доходности инвестиционного портфеля. В 2022 г. как полная (включая дивиденды), так и курсовая доходность портфеля финансовых экосистем RusEco² снизились более значительно по сравнению с полной и курсовой доходностями индекса Мосбиржи (рис. 11). В 2022 г. размер накопленной с 1 января 2020 г. премии полной доходности индекса RusEco по сравнению с доходностью индекса Мосбиржи составил 4,4 п.п., а премии по курсовой доходности – 12,9 п.п. По итогам первых двух месяцев 2023 г. стоимость портфеля финансовых экосистем восстанавливалась быстрее, чем индекс Мосбиржи. По состоянию на 28 февраля 2023 г. накопленная с 1 января 2020 г. премия полной доходности индекса RusEco выросла до

1 Обычно при снижении централизованных процентных ставок совокупная доходность облигационных портфелей с более длительной дюрацией должна быть выше, чем общая доходность портфелей с более короткой дюрацией.

2 Индекс динамики стоимости портфеля акций российских финансовых экосистем (RusEco) на ежемесячной основе рассчитывается в ИПЭИ РАНХиГС. Он отражает курсовую и общую (TR) доходности акций 9 компаний, позиционирующих себя в качестве финансовых экосистем, – Мосбиржи, МТС, Ozon, Ростелекома, Сбера, TCS Group, VK, ВТБ и Yandex. Индекс RusEco позволяет оценить, приносит ли «экосистемность» финансовых и технологических компаний дополнительную премию доходности для инвесторов. Подробнее описание индекса см.: URL: <https://ipei.ranepa.ru/ru/capm-ru/ruseco-index>

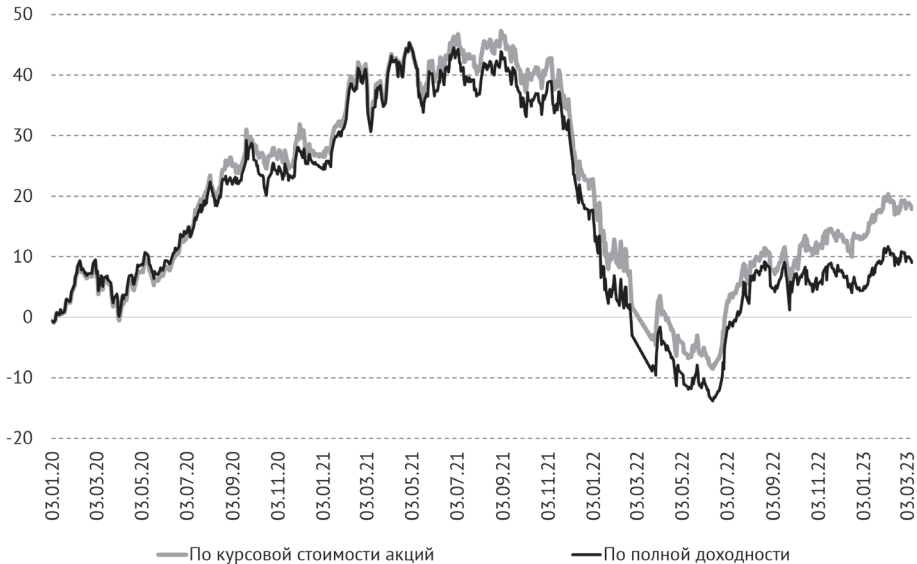


Рис. 11. Размер премии доходности индекса RusEco ИПЭИ РАНХИГС к индексу Мосбиржи с января 2020 г. по 9 марта 2023 г., накопленным итогом, п.п. (1 января 2020 г. = 0 п.п.)

Источник: Расчеты авторов по данным информационной базы «Конструктор CAPM-ru».

10,7 п.п., а курсовой доходности – до 19,3 п.п. Таким образом, в 2023 г. восстановился опережающий рост стоимости портфеля финансовых экосистем по сравнению с индексом Мосбиржи.

2.1.4. Финансовые кризисы на российском рынке акций

По состоянию на 1 марта 2023 г. индекс Мосбиржи снизился на 39,8% от его уровня на 30 декабря 2021 г. За тот же период цена акций «Газпрома» уменьшилась на 52,0%, ГК «Норильский никель» – на 35,7%, акций «Роснефти» и «Лукойла» – соответственно на 39,7% и 38,3%, акций «Новатэка» – на 37,6% и Сбера – на 41,9% (рис. 12). Относительно более высокую доходность по сравнению с индексом Мосбиржи показали акции «Лукойла», «Новатэка» и ГК «Норильский никель», которые в отличие от других трех наиболее ликвидных акций были выпущены частными, а не государственными компаниями. Из-за санкций ключевым риском акций крупнейших российских компаний является то, что из-за отсутствия нового спроса со стороны глобальных инвесторов их рыночная стоимость в течение нескольких лет может оставаться на уровне существенно ниже докризисного. В данном сегменте внутреннего финансового рынка в наибольшей мере присутствует риск разочарования во вложениях в рискованные активы со стороны частных инвесторов.

Значение акций для долгосрочных частных инвесторов и НПФ состоит в том, что без инвестирования в них достаточно высокой доли портфеля,

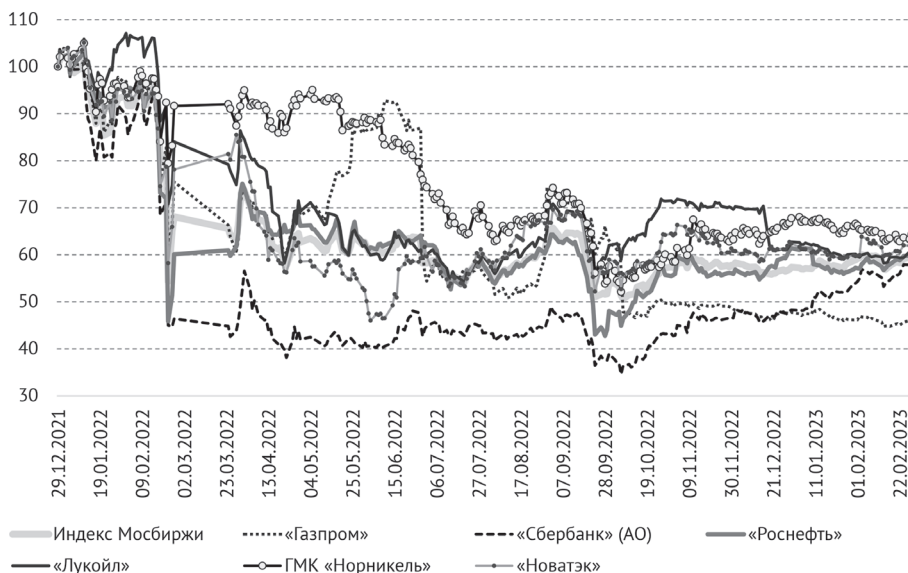


Рис. 12. Изменение значения индекса Мосбиржи и стоимости акций «Газпрома», ГМК «Норильский никель», «Новатэка», «Лукойла», «Роснефти» и Сбербанка по состоянию на 1 марта 2023 г., % (значения индекса Мосбиржи и цен акций эмитентов на 30.12.2021 г. = 100%)

Источник: Расчеты авторов по данным Мосбиржи.

особенно при сложности в использовании стратегий глобальной диверсификации, практически невозможно добиться того, чтобы долгосрочные вложения пенсионных сбережений могли бы существенно повлиять на повышение коэффициента замещения утраченного заработка их владельцев. В этом смысле, если тренд на стагнацию роста внутреннего рынка акций сохранится на ближайшие годы, текущие меры, принимаемые для стимулирования долгосрочных сбережений, могут оказаться нерезультативными. Финансовому регулятору необходимо разработать действенную стратегию роста рынка акций российских компаний.

Нередко инвесторы воспринимают риски изменений цен финансовых активов в виде наступления редкого и внезапного события, называемого «черным лебедем»¹. Однако, по нашему мнению, на длительных горизонтах, начиная с 1997 г., динамику рынка акций российских эмитентов более точно характеризует альтернативная гипотеза «черных индеек» Лоуренса Сигеля² и Пола Каплана³. Согласно данной теории, финансовые кризисы рассматриваются

1 Талей Н. (2015). Черный лебедь. Под знаком непредсказуемости. 2-е изд., доп. Пер с англ. М.: КоЛибри, Азбука – Аттикус.
 2 Siegel Laurence B. (2010). Black Swan or Black Turkey? The State of Economic Knowledge and the Crash of 2007–2009. // Financial Analysts Journal. Vol. 66. Iss. 4. July/August. P. 6–10.
 3 Kaplan Paul D. (2020). What Prior Market Crashes Taught Us in 2020 // Morningstar on-line. 23 July. URL: <https://www.morningstar.com/features/what-prior-market-crashes-can-teach-us-in-2020>

как длящиеся во времени события, начиная от момента спада цен на акции до полного их восстановления до предкризисного уровня. В этом смысле финансовые кризисы не являются такими уж редкими и внезапными событиями, многие рынки капиталов перманентно живут в таких кризисах в течение всего времени своего существования.

Из всей 27-летней истории российского фондового рынка – с сентября 1995 г. по февраль 2023 г. – рынок акций российских компаний столкнулся с пятью волнами финансовых кризисов, случившихся в 1997, 2008, 2014, 2020 и 2021 гг. (табл. 6). Первый кризис произошел в августе 1997 г. и продолжался до августа 2003 г. После этого на место одного кризиса вскоре пришел другой, а нередко еще до завершения восстановления очередного кризиса наступал новый. Например, после спада рынка акций в июне 2008 г. значение индекса РТС не восстановилось до сих пор, составляя на 28 февраля 2023 г. лишь 38,5% от предкризисного уровня мая 2008 г. Одновременно с ним произошли еще три новых финансовых кризиса – с марта 2014 г. по декабрь 2019 г., с января 2020 г. по май 2021 г. и с ноября 2022 г. по настоящее время.

Таблица 6

Параметры финансовых кризисов в России за период с июля 1997 г. по 28 февраля 2023 г.

Показатель, дата пикового значения	Глубина падения показателя, %	Период падения и восстановления показателя		Показатель на 28 февраля 2023 г. (пик = 100%)
		Срок	Месяцев	
Индекс РТС				
Июль 1997 г.	-91,3	Август 1997 г. – август 2003 г.	73	
Май 2008 г.	-78,2	Восстановление не завершено	177	38,5
Февраль 2014 г.	-48,9	Март 2014 г. – декабрь 2019 г.	72	
Декабрь 2019 г.	-34,5	Январь 2020 г. – май 2021 г.	17	
Октябрь 2021 г.	-49,2	Восстановление не завершено	16	51,3
Индекс Мосбиржи				
Август 1997 г.	-79,1	Сентябрь 1997 г. – май 1999 г.	21	
Май 2008 г.	-68,2	Июнь 2008 г. – апрель 2016 г.	95	
Декабрь 2013 г.	-13,2	Январь 2014 г. – январь 2015 г.	13	
Декабрь 2019 г.	-17,6	Январь – ноябрь 2020 г.	11	
Октябрь 2021 г.	-52,8	Восстановление не завершено	16	54,3
Цена нефти Brent				
Декабрь 1996 г.	-58,3	Январь 1997 г. – ноябрь 1999 г.	35	
Июль 2008 г.	-67,7	Восстановление не завершено	175	61,7
Июнь 2014 г.	-72,6	Июль 2014 г. – март 2022 г.	93	
Декабрь 2019 г.	-72,7	Январь 2020 г. – май 2021 г.	17	
Октябрь 2021 г.	-11,2	Ноябрь 2021 г. – январь 2022 г.	3	

Источники: Расчеты авторов по данным Московской биржи, Банка России и ресурса: URL: <http://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=pet&s=rbtrte&f=m>

При этом по состоянию на 28 февраля 2023 г. последний (пятый за всю историю внутреннего фондового рынка) финансовый кризис, при котором значение индекса РТС снизилось на 49,2% в феврале 2022 г. по отношению к пику октября 2021 г., пока не закончился и длится уже 16 месяцев. Таким образом, согласно теории Л. Сигеля, по состоянию на февраль 2023 г. на рынке акций присутствовали сразу две «черные индейки» в виде еще не закончившегося спада на рынке акций 2008 г. и нового кризиса с ноября 2021 г.

С сентября 1995 г. по февраль 2023 г. наблюдался лишь единственный 5-летний период – с августа 2003 г. по май 2008 г., – когда рынок акций российских компаний функционировал не в условиях финансового кризиса, т.е. на нем не наблюдалось события «черной индейки».

Кризисы на рынке акций российских компаний, как правило, сопровождаются существенными спадами на глобальном рынке нефти, являющемся одним из ключевых факторов поступлений валютной выручки в страну (табл. 6). После падения цен на нефть марки Brent в августе 2008 г. на 67,7% их восстановление до предкризисного не завершилось до настоящего времени спустя 175 месяцев, что не позволяет и индексу РТС восстановиться до пикового значения 2008 г. Особенность текущего кризиса рынка акций, начавшегося с ноября 2021 г., заключается в том, что впервые такой кризис происходит при относительно высоких ценах на нефть. Кратковременный спад нефтяных цен в конце 2021 г. закончился всего за три месяца, в то время как спад на рынке акций длится уже 16 месяцев, а значение индекса РТС в феврале 2023 г. составляло всего 51,3% от пика октября 2021 г. В данном случае основной причиной спада на рынке акций являются отсутствие в условиях санкций спроса на акции со стороны нерезидентов и осторожное отношение к акциям российских компаний внутренних инвесторов.

Из пяти финансовых кризисов для индекса РТС на конец февраля не завершилось восстановление от двух спадов, начавшихся в июне 2008 г. и в ноябре 2021 г. (рис. 13). Восстановление индекса РТС с июня 2008 г. по настоящее время занимает 177 месяцев, или 14,7 года, его значение на 28 февраля 2023 г. составляло лишь 38,5% от пика мая 2008 г. Снижение индекса РТС с ноября 2021 г. составило 49,2% от уровня октября 2021 г. и продолжается уже 16 месяцев. Текущий спад индекса РТС оказался несколько ниже из-за тренда укрепления рубля к доллару, действовавшего в 2022 г.

Из пяти финансовых кризисов для рублевого индекса Московской биржи на февраль 2023 г. не завершилось восстановление лишь от шока, случившегося в ноябре 2021 г., длящегося 16 месяцев (рис. 14). В сравнении с другими четырьмя предшествующими кризисами текущий уровень падения индекса Мосбиржи на 54,3% уступает глубине падения рынка акций во время спадов 1997 г. на 79,1% и 2008 г. на 68,2%. По сроку восстановления индекса Мосбиржи текущий спад, продолжающийся 16 месяцев, стал третьим в истории финансовых кризисов в России и в ближайшие полгода может превзойти длительность восстановления индекса ММВБ во время финансового кризиса 1997–1998 гг., составлявшую 21 месяц.

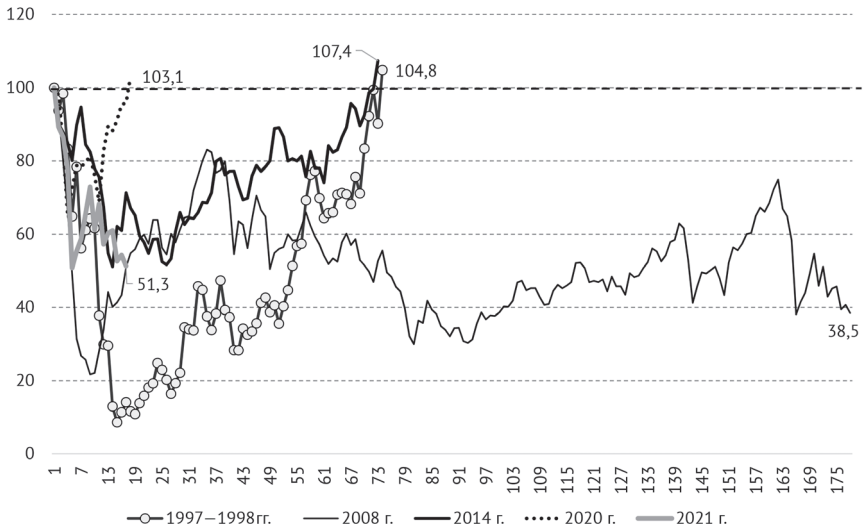


Рис. 13. Изменения индекса РТС по отношению к его пиковым значениям в июле 1997 г., мае 2008 г., феврале 2014 г., декабре 2019 г. и октябре 2021 г. на временном горизонте, измеряемом в количестве месяцев, по состоянию на 28 февраля 2023 г., в % (пик = 100%)

Источник: Расчеты авторов по данным Мосбиржи.

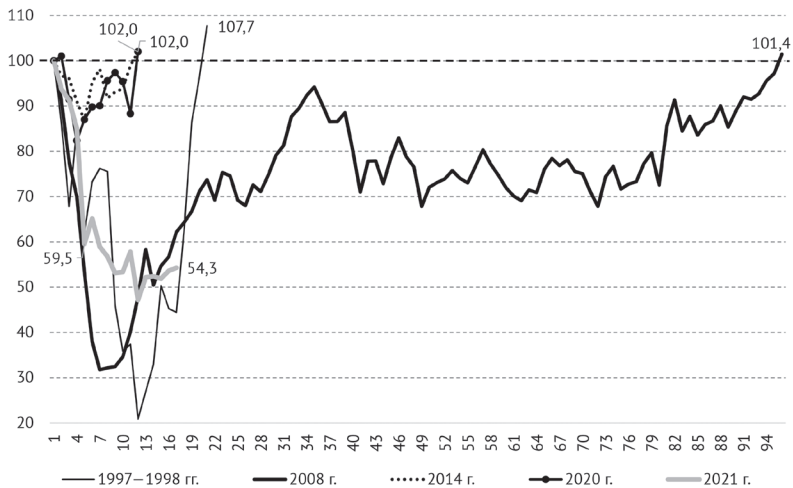


Рис. 14. Изменения индекса Мосбиржи по отношению к его пиковым значениям в августе 1997 г., мае 2008 г., декабре 2013 г., декабре 2019 г. и октябре 2021 г. на временном горизонте, измеряемом в количестве месяцев, по состоянию на 28 февраля 2023 г., в % (пик = 100%)

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи.

На длительных исторических горизонтах восстановление рынков акций иногда происходит очень медленно, а в некоторых случаях они так и не восстанавливаются до уровня, достигнутого в прошлом, в течение десятилетий. Самыми долгосрочными кризисами в истории фондовых рынков считаются спады американского рынка акций во времена Великой депрессией 1929–1933 гг., а также акций японских компаний после 1989 г. Восстановление фондового индекса Доу – Джонса Индастриал эвередж (DJIA) в США после Великой депрессии продолжалось 303 месяца, или 25,3 года (рис. 15, табл. 7). В 2015 г. данный антирекорд был побит японским индексом NIKKEI-225, который по состоянию на 28 февраля 2023 г. не может восстановиться в течение 398 месяцев, т.е. более 33 лет. Его значение в феврале 2023 г. составляло лишь 70,5% от пика 1989 г.

Длительность периода восстановления после кризиса 2008 г. российского валютного индекса РТС и индекса MSCI Бразилии достигла 177 месяцев, т.е. рубежа, характерного для относительно редких в мировой истории среднесрочных финансовых кризисов. После обвала цен акций dot.com компаний в США в 2000 г. индекс NASDAQ вернулся к предкризисным значениям за те же 177 месяцев, 183 месяца длилось восстановление южно-корейского фондового индекса KOSPI после серьезного финансового кризиса в Южной Корее в 1989 г. Столь длительные сроки восстановления фондовых индексов, как правило, свидетельствуют о наличии серьезных структурных проблем в эконо-

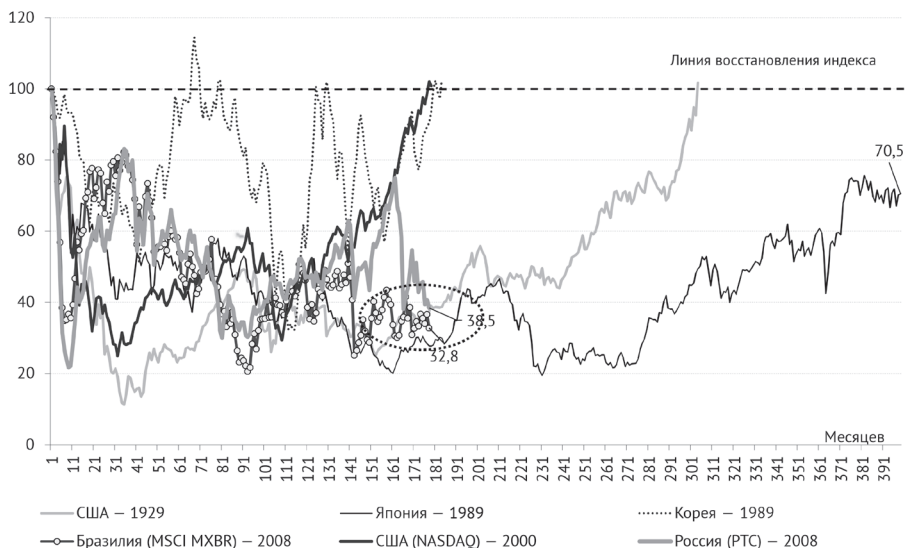


Рис. 15. Глубина и продолжительность самых длительных периодов восстановления фондовых индексов по состоянию на 28 февраля 2023 г. (пик до кризиса = 100%)

Источники: Расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

Таблица 7

Наиболее длительные периоды восстановления фондовых индексов стран по состоянию на 28 февраля 2023 г.

Страна (индекс – год начала кризиса)	Период восстановления индекса от пика, месяцев	Завершение восстановления	Текущее значение не восстановившегося индекса, % (пик = 100%)
Япония (Nikkei – 1989)	398	Нет	70,5
США (DJIA – 1929)	303	Да	
Южная Корея (KOSPI – 1989)	183	Да	
США (NASDAQ – 2000)	177	Да	
Россия (РТС долл. – 2008)	177	Нет	38,5
Бразилия (MSCI долл. – 2008)	177	Нет	32,8
Китай (MSCI – Шанхай долл. – 1997)	122	Да	
Китай (MSCI – Шанхай долл. – 2008)	82	Да	

Источники: Расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

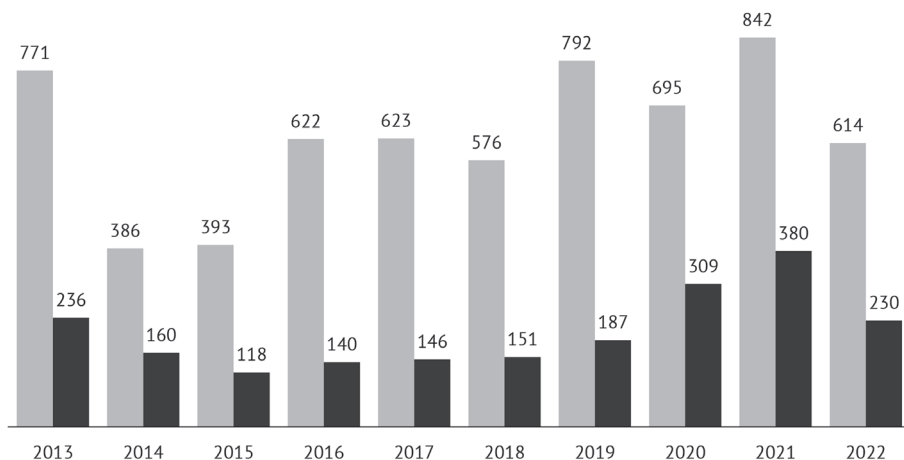
мике, препятствующих восстановлению капитализации акций национальных компаний. По состоянию на 28 февраля 2023 г. текущие значения индексов РТС и MSCI Бразилии составляли соответственно лишь 38,5% и 32,8% от предкризисных пиков 2008 г., что может вывести данные индикаторы в 2023 г. уже на траекторию восстановления не среднесрочных, а долгосрочных кризисов, аналогичных восстановлению американского индекса DJIA после Великой депрессии 1929 г.

2.1.5. Институциональные характеристики рынка акций

В 2022 г. по сравнению с 2011 г. капитализация российских акций снизилась с 842 млрд до 614 млрд долл., или на 23,4% (рис. 16). В большей мере уменьшилась ликвидность биржевого рынка акций, измеряемая с помощью объемов рыночных сделок с акциями на Московской бирже. За тот же период времени объем указанных сделок сократился с 380 млрд до 230 млрд долл., или на 39,5%.

В течение 10 лет – начиная с 2013 г. – продолжается тенденция сокращения числа российских эмитентов в листинге акций на Московской бирже (рис. 17). В 2022 г. число эмитентов в биржевом листинге сократилось еще на 18 компаний по сравнению с 2021 г. и составило 192 эмитента. Основная проблема пополнения листинга заключается в слабом притоке на биржу новых российских компаний.

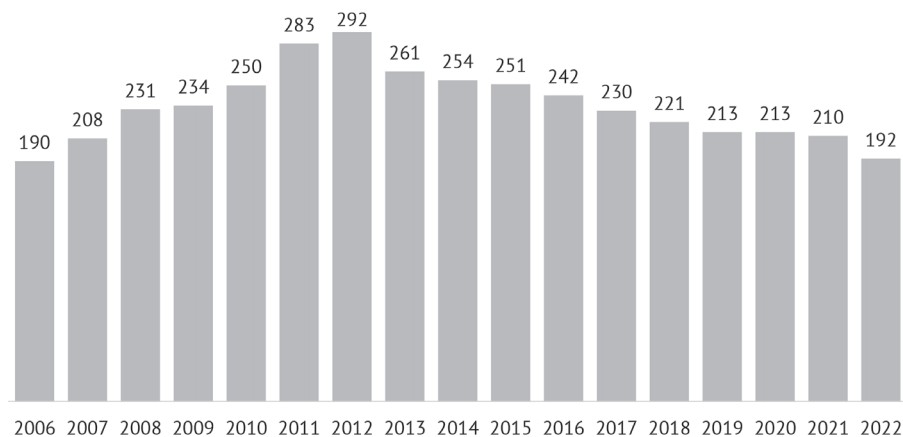
Серьезной проблемой российского фондового рынка является отсутствие надлежащего статистического учета данных сделок публичного размещения акций на биржах. Это проявляется в расхождениях в статистике IPO-SPO российских компаний и данных Московской биржи, Всемирной федерации бирж, Ревеса.ru и других информационных провайдеров. В настоящем обзоре на примере сделок 2020–2022 гг. мы приводим собственную классификацию сделок публичного размещения акций на российских и иностранных биржах



* Под рыночными понимаются сделки, заключаемые в процессе анонимного аукциона на Московской бирже.

Рис. 16. Капитализация и объем рыночных сделок с акциями* на Московской бирже с 2013 г. по 2022 г., млрд долл.

Источник: Расчеты авторов по данным Всемирной федерации бирж.



* За период 2006–2011 гг. приводятся данные по листингу биржи ММВБ, за 2012–2022 гг. – по листингу ПАО «Московская биржа».

Рис. 17. Количество российских компаний в листинге Московской биржи с 2006 по 2022 г.*

Источники: Расчеты авторов по данным сборника НАУФОР «Российский фондовый рынок в 2015 г. События и факты» (за 2006–2008 гг.), а также по данным Всемирной федерации бирж и Московской биржи за период 2009–2022 гг.

Таблица 8

**Классификация сделок IPO-SPO российских компаний
в 2020–2022 гг., млн долл.**

	2020 г.	2021 г.	2022 г.	Изменение относительно 2021 г., %
1. Сделки на российских биржах, всего	1625,8	2148,1	48,6	-97,7
В том числе:				
IPO с привлечением нового капитала	550,0	807,9	31,0	-96,2
IPO с перепродажей пакета акций действующих владельцев	1075,8	1100,1	3,0	-99,7
SPO с привлечением нового капитала	0,0	0,0		
SPO с перепродажей пакета акций действующих владельцев	0,0	240,0	14,6	-93,9
2. Сделки на иностранных биржах, всего	1311,1	2766,4	0,0	
В том числе:				
IPO с привлечением нового капитала	1311,1	2204,7	0,0	
IPO с перепродажей пакета акций действующих владельцев	0,0	561,7	0,0	
SPO с привлечением нового капитала	0,0	0,0	0,0	
SPO с перепродажей пакета акций действующих владельцев	0,0	0,0	0,0	
3. Сделки на российских и иностранных биржах, всего	2936,9	4914,5	48,6	-99,0
В том числе:				
IPO с привлечением нового капитала	1861,1	3012,6	31,0	-99,0
IPO с перепродажей пакета акций действующих владельцев	1075,8	1661,9	3,0	-99,8
SPO с привлечением нового капитала	0,0	0,0	0,0	
SPO с перепродажей пакета акций действующих владельцев	0,0	240,0	14,6	-93,9

Источники: Расчеты авторов по данным официальной информации эмитентов и Московской биржи.

компаний, зарегистрированных в России и осуществляющих основную деятельность на территории России (российских компаний)¹.

После некоторого оживления рынка публичных размещений акций российских компаний в 2020–2021 гг. в 2022 г. были совершены лишь одна сделка IPO ПАО «ВУШ Холдинг» (тикер – WUSH) и одна сделка SPO ПАО «Группа Позитив» (тикер – POSI). Как видно из *табл. 8*, суммарный объем сделок IPO-SPO с участием российских компаний на всех биржах в 2022 г. составил

1 На основе классификации сделок Всемирной федерации бирж нами выделено 8 разновидностей сделок публичного размещения акций на биржах. В первую группу входят 4 типа сделок, осуществляемых на российских биржах, предполагающие проведение IPO или SPO акций с привлечением нового капитала в компанию или с простой перепродажей акций их прежними владельцами (т.е. без привлечения нового капитала в компанию). Во вторую группу входят аналогичные четыре типа сделок при проведении IPO и SPO, однако только на зарубежных биржах с акциями компаний, осуществляющих основную деятельность преимущественно в России. С учетом ограничений на сделки с акциями российских компаний за рубежом, введенных в 2022 г., сделки IPO-SPO второй группы, вероятно, в ближайшей перспективе проводиться не будут.

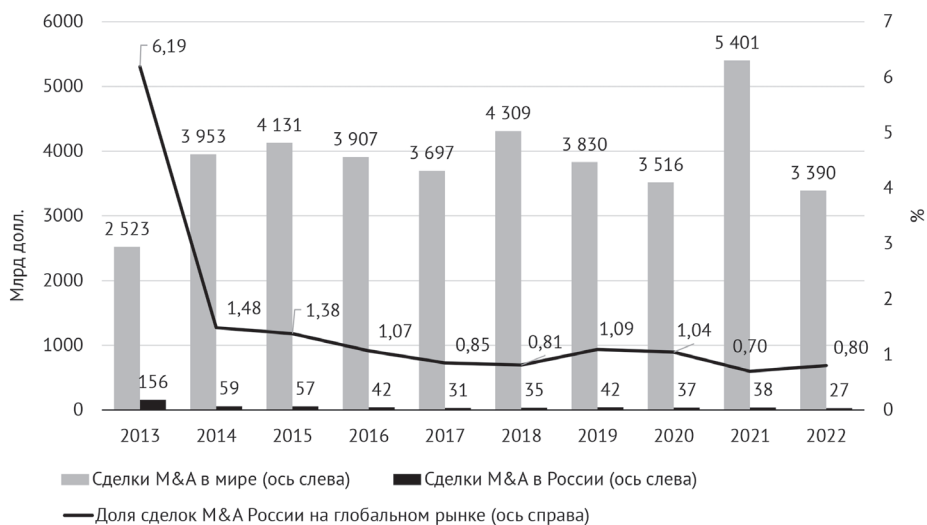


Рис. 18. Стоимость сделок слияний-поглощений (М&А) в мире и в России (млрд долл.) и доля сделок М&А в России в общей стоимости аналогичных сделок в мире (%), в 2013–2022 гг.

Источники: Расчеты авторов по данным информационных ресурсов Merger.ru агентства Cbonds и Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) и PwC.

эквивалент 48,6 млн долл., или всего 1,0% от объемов сделок в 2021 г. При этом из общего объема двух сделок в сумме 48,6 млн долл. 31,0 млн долл. – привлечение нового капитала в компанию и 17,6 млн долл. представляли собой перепродажу акций их прежними собственниками.

Через сделки слияний-поглощений (М&А) фондовые рынки способствуют структурным изменениям в экономике. В 2022 г. в мире наблюдался спад сделок слияний-поглощений с 5,4 трлн долл. в 2021 г. до 3,4 трлн долл. в 2022 г., или на 37,2% (рис. 18). В России общая стоимость совершенных публичных сделок М&А уменьшилась с 38 млрд долл. в 2021 г. до 27 млрд долл. в 2022 г., или на 28,9%, т.е. в меньшей мере, чем в мире. Кроме того, фактический объем сделок слияний-поглощений в России в 2022 г. мог превышать указанную выше стоимость сделок, поскольку многие сделки М&А по приобретению российскими структурами активов покидавших российский рынок дочерних компаний иностранных производителей совершались на условиях, не объявлявшихся публично. По расчетам информационного агентства АК&М¹, в 2022 г. иностранный бизнес продал в России свои активы на общую сумму 16,3 млрд долл., соответственно, общая стоимость сделок М&А в России, по

¹ Мордовина М. (2023). Аналитики оценили стоимость проданных иностранцами российских активов // РБК онлайн. 15 февраля. URL: <https://www.rbc.ru/finances/15/02/2023/63eca9869a79477016f25667>

их данным, составила 42,9 млрд долл., что в 1,6 раза выше стоимости сделок слияний-поглощений, опубликованной ресурсом Merger.ru.

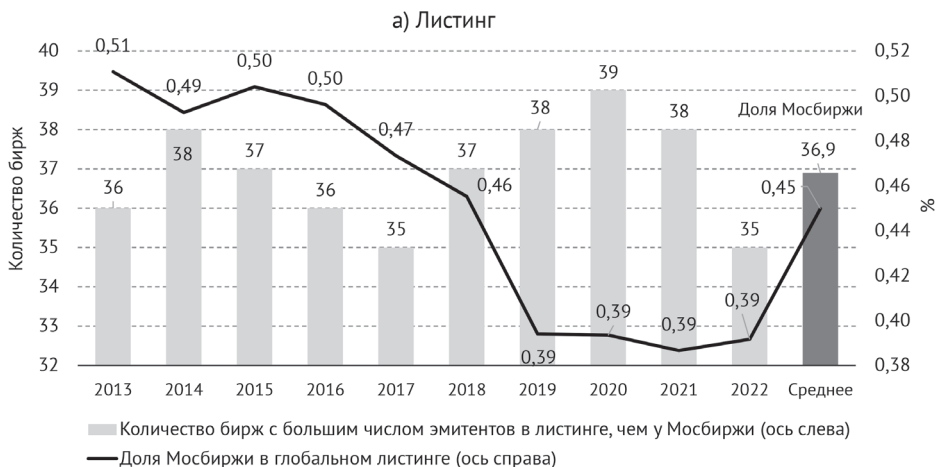
В итоге, по нашим расчетам на основании данных Merger.ru, доля России в мировом объеме сделок M&A даже несколько увеличилась за год – с 0,7% в 2021 г. до 0,8% в 2022 г.

По ключевым показателям, характеризующим емкость рынка акций, российские биржи заметно уступают многим зарубежным конкурентам. В условиях спада на глобальном финансовом рынке и санкционного давления в 2022 г. по критериям капитализации и ликвидности рынка акций показатели Московской биржи на фоне других организованных рынков заметно ухудшились, однако по количеству акций в листинге, даже несмотря на абсолютное уменьшение данного индикатора на Московской бирже, ее показатели на фоне других стран несколько улучшились (рис. 19а, б, в). То есть уменьшение числа эмитентов в листингах бирж в 2022 г. вновь стало мировым трендом, и этот процесс в мире шел даже быстрее, чем на российском внутреннем рынке.

По количеству национальных компаний в листинге в 2022 г. Московская биржа уступала 35 другим биржам в мире, а не 38, как в предшествующем году (рис. 19а). Ее доля в совокупном количестве публично торгуемых компаний в мире в течение четырех лет с 2019 г. по 2022 г. остается стабильной на уровне 0,39%.

По стоимости капитализации эмитентов в 2022 г. Московская биржа уступала 23 биржам в мире по сравнению с 19 в предшествующем году, ее доля в глобальной капитализации компаний сократилась с 0,70% в 2021 г. до 0,61% в 2022 г. (рис. 19б).

По объему рыночных сделок с акциями в 2022 г. Московская биржа уступала 28 биржам в мире по сравнению с 27 в 2021 г., ее доля в совокупном объеме биржевых сделок с акциями сократилась с 0,22% в 2021 г. до 0,16% в 2022 г. (рис. 19в).



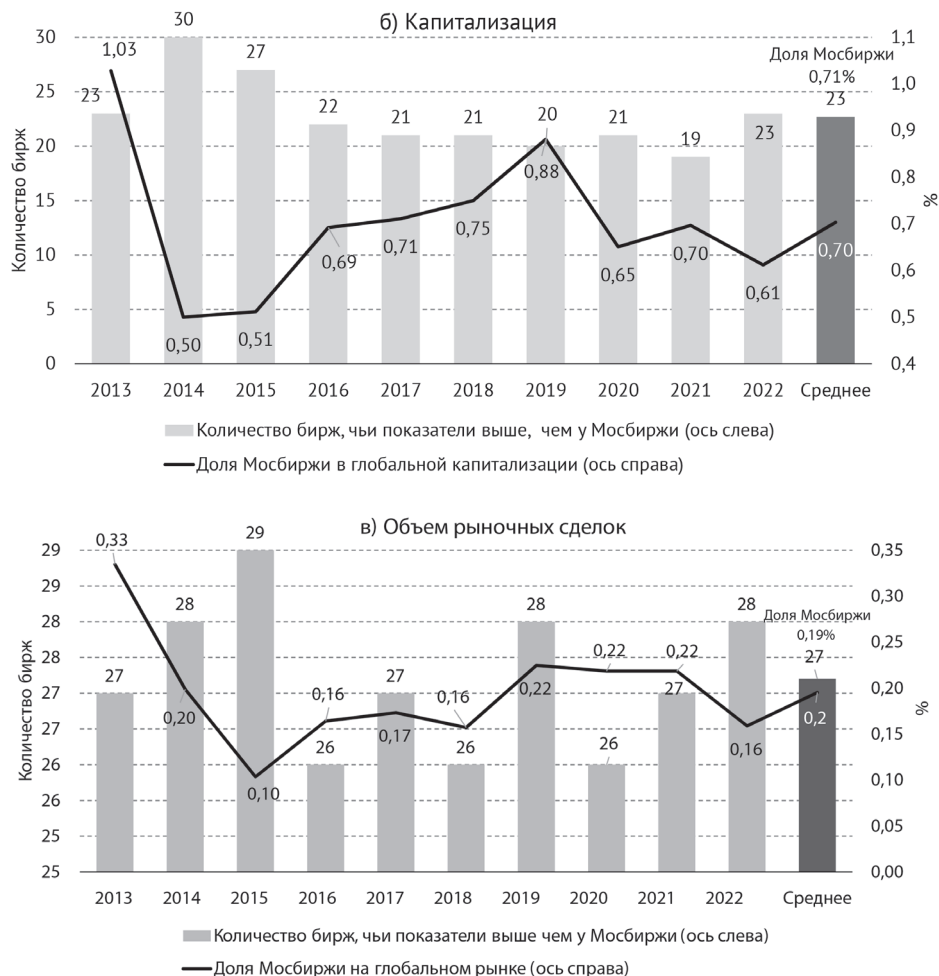


Рис. 19. Показатели конкурентоспособности российского рынка акций в 2013–2022 гг.:

- а) – количество иностранных бирж с большим числом эмитентов в листинге, чем у Московской биржи, и доля Мосбиржи в выборке листинговых компаний на глобальном фондовом рынке, %;
- б) – количество бирж с большей капитализацией эмитентов в листинге, чем у Московской биржи, и доля Мосбиржи в глобальной капитализации, %;
- в) – количество бирж, превосходящих Московскую биржу по объему рыночных сделок, и доля Мосбиржи в общей стоимости рыночных сделок с акциями в мире, %

Источники: Расчеты авторов по данным ВФБ и Московской биржи.

Таким образом, в особо сложном для российского финансового рынка 2022 г. не случилось обвала его конкурентных позиций на фоне других мировых рынков. Однако из данных рис. 19а, б, в можно заметить, что тенденция снижения конкурентных позиций российского биржевого рынка акций наблюдается давно: по критерию количества компаний в листинге – устойчиво

с 2013 г.; по капитализации и биржевой ликвидности – с 2019 г. Это свидетельствует о наличии долговременных факторов, проявившихся еще до геополитических событий 2022 г., что может быть связано не только с внешними санкциями, но и с факторами замедления экономического роста, чрезмерного уровня регуляторной нагрузки, слабостью внутренних институциональных инвесторов и с недостаточным доверием к рынку со стороны частных инвесторов.

Для российского рынка акций характерен высокий уровень концентрации эмитентов по капитализации, однако начиная с 2020 г. наблюдается тенденция его снижения (рис. 20, табл. 9). В общей капитализации эмитентов доля 10 крупнейших ПАО снизилась с 70,1% в 2019 г. до 62,6% в 2022 г., доля 20 крупнейших эмитентов – соответственно с 82,9 до 78,2%. Это отражает в целом позитивные изменения в структуре биржевого листинга, состоящие в опережающем росте рыночной стоимости и инвестиционной привлекательности менее ликвидных акций «второго эшелона» по сравнению с традиционными «голубыми фишками». Выше (табл. 5, рис. 10) отмечалось, что в 2022 г. и в предшествующие годы многие факторные портфели, в которых самые крупные «голубые фишки» занимают более скромный вес по сравнению с портфелем индекса Мосбиржи, показывали более высокую доходность по сравнению с указанным биржевым индексом. Повышение спроса внутренних инвесторов на акции «второго эшелона» не только позволяет расширить возможности диверсификации портфелей, но и может стать драйвером восстановления внутреннего рынка акций в среднесрочной перспективе. При

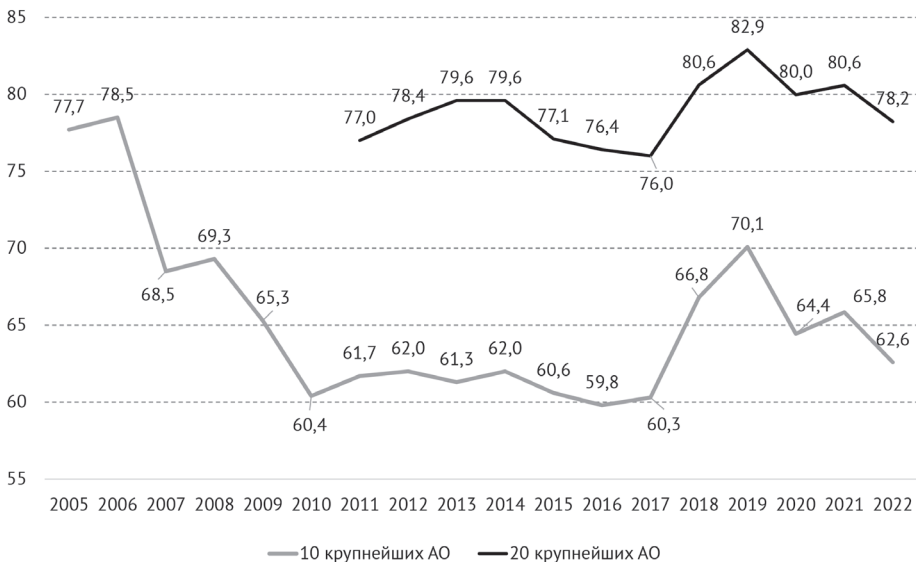


Рис. 20. Доля крупнейших ПАО в капитализации внутреннего рынка акций, %

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи.

Капитализация 10 крупнейших российских публичных акционерных обществ (ПАО) в 2020–2022 гг.

	Наименование эмитента	2020 г.		Наименование эмитента	2021 г.		Наименование эмитента	2022 г.	
		Капитализация, млрд руб.	Удельный вес, %		Капитализация, млрд руб.	Удельный вес, %		Капитализация, млрд руб.	Удельный вес, %
1	ПАО «Сбербанк»	5 873	11,4	ПАО «Газпром»	8 078	12,9	ПАО «Газпром»	3 852	10,1
2	ПАО «Газпром»	5 024	9,8	ПАО «НК «Роснефть»	6 336	10,1	ПАО «НК «Роснефть»	3 834	10,0
3	ПАО «НК «Роснефть»	4 620	9	ПАО «Сбербанк»	6 329	10,1	ПАО «НОВАТЭК»	3 242	8,5
4	ПАО «НОВАТЭК»	3 814	7,4	ПАО «НОВАТЭК»	5 248	8,4	ПАО «Сбербанк»	3 040	7,9
5	ПАО «ГМК «Норильский никель»	3 738	7,3	ПАО «Лукойл»	4 539	7,2	ПАО «Лукойл»	2 811	7,4
6	ПАО «Лукойл»	3 590	7	ПАО «ГМК «Норильский никель»	3 496	5,6	ПАО «ГМК «Норильский никель»	2 339	6,1
7	ПАО «Полюс»	2 049	4	ПАО «Газпром нефть»	2 568	4,1	ПАО «Газпром нефть»	2 169	5,7
8	ЯНДЕКС Н.В.	1 634	3,2	ПАО «Полюс»	1 761	2,8	ПАО «Полюс»	1 044	2,7
9	ПАО «Газпром нефть»	1 507	2,9	ЯНДЕКС Н.В.	1 447	2,3	ПАО «ФосАгро»	828	2,2
10	ПАО «Сургутнефтегаз»	1 286	2,5	ПАО «Сургутнефтегаз»	1 423	2,3	ПАО «Сургутнефтегаз»	774	2,0
	Капитализация всех эмитентов на МБ	51 428	100	Капитализация всех эмитентов на МБ	62 604	100	Капитализация всех эмитентов на МБ	38 238	100
	Капитализация топ-5 эмитентов	23 070	44,9	Капитализация топ-5 эмитентов	30 528	48,8	Капитализация топ-5 эмитентов	16 778	43,9
	Капитализация топ-10 эмитентов	33 137	64,5	Капитализация топ-10 эмитентов	41 224	65,8	Капитализация топ-10 эмитентов	23 931	62,6

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи.

этом необходимо учитывать то, что вложения в данные акции являются более рискованными по сравнению с «голубыми фишками», прежде всего с точки зрения ликвидности данных акций и объективности оценки их рыночной стоимости.

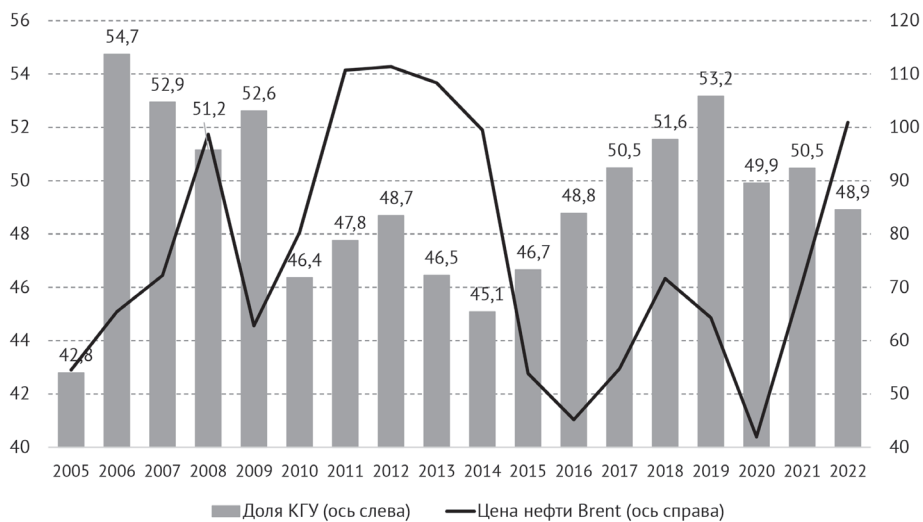


Рис. 21. Доля компаний с государственным участием в капитализации внутреннего рынка акций и цена барреля нефти Brent в 2005–2022 гг.

Источник: Расчеты авторов.

Тем не менее в течение уже нескольких лет лидерство по стоимости капитализации стабильно удерживают акции 6 компаний – «Газпрома», «Роснефти», «НОВАТЭКа», Сбербанк, «Лукойла» и ГК «Норильский никель», на которые в 2022 г. приходилось ровно 50,0% данной стоимости. Среди 10 самых крупных компаний на российском рынке 8 представляют топливно-энергетический комплекс и отрасли базовых материалов. Лишь две компании – «Яндекс» и отчасти Сбер (как финансовая экосистема) представляют сектор высокотехнологических компаний.

В 2022 г. доля компаний с государственным участием (КГУ)¹ в капитализации снизилась до 48,9% по сравнению с 50,5% в 2021 г. (рис. 21). С учетом того что наиболее капитализированные КГУ работают в таких отраслях, как ТЭК, энергетика, транспорт и банковская деятельность, рост доли КГУ в капитализации обычно происходил в периоды повышения цен на нефть (2010–2012 гг., 2016–2018 гг., 2021 г.), а ее снижение – в периоды падения нефтяных цен (2013–2014 гг., 2020 г.). Нехарактерное для указанной закономерности снижение доли КГУ в капитализации в 2022 г., несмотря на заметный рост цен на нефть в 2022 г., может быть связано с тем, что крупные государственные компании в наибольшей мере испытали на себе давление международных санкций со стороны недружественных стран.

¹ Компания с государственным участием (КГУ) – организация, контролируемая государством, которое выступает в роли единственного собственника, владельца мажоритарного или существенного миноритарного пакета акций (доли в уставном капитале) в размере не менее 10%.

2.1.6. Рынок облигаций

Ситуация на облигационном рынке

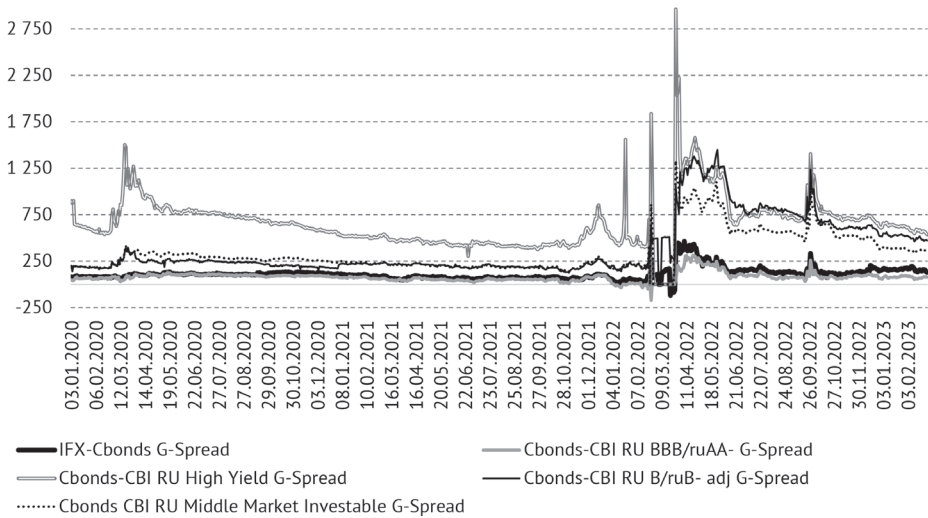
Как было показано выше, несмотря на беспрецедентные санкции, внутренний облигационный рынок в 2022 г. сохранил стабильность. Более того, в отличие от существенных убытков владельцев облигационных портфелей на глобальных рынках, рублевая доходность вложений в облигации российских эмитентов, как правило, оставалась позитивной. Этому во многом способствовали меры по снижению ключевой ставки Банка России, поддержанию приемлемого уровня ликвидности в банковской системе, а также по обеспечению устойчивости валютного курса рубля.

Однако ряд проблем на рынке облигаций сдерживают его дальнейшее развитие. Прежде всего в условиях неопределенности у инвесторов сохраняются повышенные ожидания роста процентных и кредитных рисков. По мнению председателя Банка России, в экономике в целом риски по-прежнему смещены в сторону проинфляционных¹. Поэтому Банк России продолжает считать, что вероятность повышения ключевой ставки в текущем году превышает вероятность ее снижения. Ожидания роста централизованных процентных ставок ведут к тому, что инвесторы предпочитают вложения в более краткосрочные облигации и требуют дополнительную премию при размещении долгосрочных ценных бумаг. В условиях непрозрачности финансовой информации об эмитентах корпоративных облигаций и кредитных рисках доступ к первичному рынку остается лишь у крупных компаний.

Как показано на *рис. 22*, благодаря успешной политике поддержания финансовой стабильности регуляторам удалось нейтрализовать последствия резкого роста *g*-спредов корпоративных облигаций после событий 24 февраля 2022 г., а в дальнейшем обеспечить их стабильное снижение до приемлемых уровней. Действующие средние *g*-спреды корпоративных облигаций остаются выше докризисного уровня, однако они не препятствуют полноценному функционированию рынка указанных финансовых инструментов.

Так, средний *g*-спред облигаций портфеля наиболее ликвидных и надежных эмитентов IFX-Cbonds 30 декабря 2021 г. составлял 62,3 п.п. Вскоре после возобновления торгов на рынке корпоративных облигаций, на 31 марта 2022 г. он достиг 439,1 п.п., а к 28 февраля 2023 г. снизился до 156,4 п.п. Таким образом, его текущее значение в 2,5 раза превышает уровень 2021 г., что в нынешних условиях не препятствует полноценному функционированию первичного и вторичного рынков корпоративных облигаций с высоким кредитным качеством. Однако для менее качественных облигаций широкого спектра, даже несмотря на то что текущие значения их *g*-спредов выросли относительно 2021 г. в меньшей степени, чем спреды высоконадежных корпоративных облигаций, данные завышенные спреды наряду с низкой склонностью инвесторов к кредитным рискам ограничивают рост указанных облигаций.

1 Заявление Председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной по итогам заседания совета директоров Банка России 17 марта 2023 г. URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=14629>



* G-спред – показатель кредитного риска выпусков корпоративных облигаций, представляющий собой разницу между доходностью к погашению корпоративных облигаций и доходностью к погашению государственных облигаций с аналогичной дюрацией.

Рис. 22. Средние размеры g-спредов* рублевых корпоративных облигаций с разными кредитными рейтингами в 2020–2022 гг. по состоянию на 2 марта 2023 г., п.п.

Источник: Рассчитано авторами по данным Cbonds.

Спреды по высокодоходным облигациям (ВДО) выросли с 508,2 п.п. в 2021 г. до 563,3 п.п. по состоянию на 28 февраля 2023 г., или на 10,8%, по облигациям со средним инвестиционным рейтингом (Cbonds CBI RU Middle Market Investable) с 186,1 п.п. до 368,0 п.п., или на 97,7%.

Поддержанию стабильности внутреннего рынка рублевых корпоративных облигаций в 2022 г. способствовала его традиционная слабая зависимость от вложений нерезидентов, в то время как банкам – основным инвесторам на рынке облигаций – в целом удалось поддерживать достаточный уровень профицита ликвидности.

Другой проблемой корпоративных облигаций остается их относительно низкая дюрация, т.е. период обращения (рис. 23). Среднегодовая дюрация портфеля надежных облигаций IFX-Cbonds сократилась с 675 дней в 2021 г. до 494 дня в 2022 г., или на 26,8%, дюрация ВДО – с 511 до 454 дня, или на 11,3%. Снижение дюрации облигаций происходит в периоды экономической неопределенности и ожидания роста процентных ставок. Облигации с низкой дюрацией более сложно использовать в качестве источника долгосрочных инвестиций, поэтому при нынешних событиях они в большей мере выступают

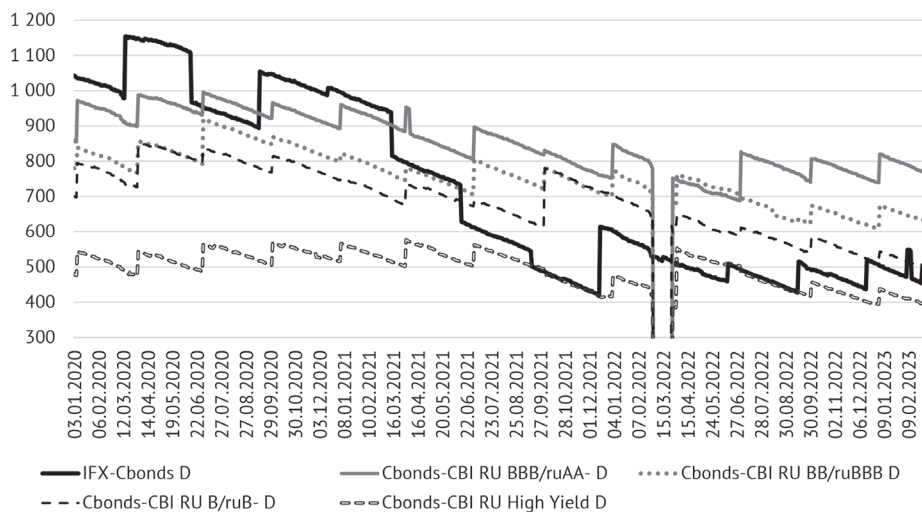


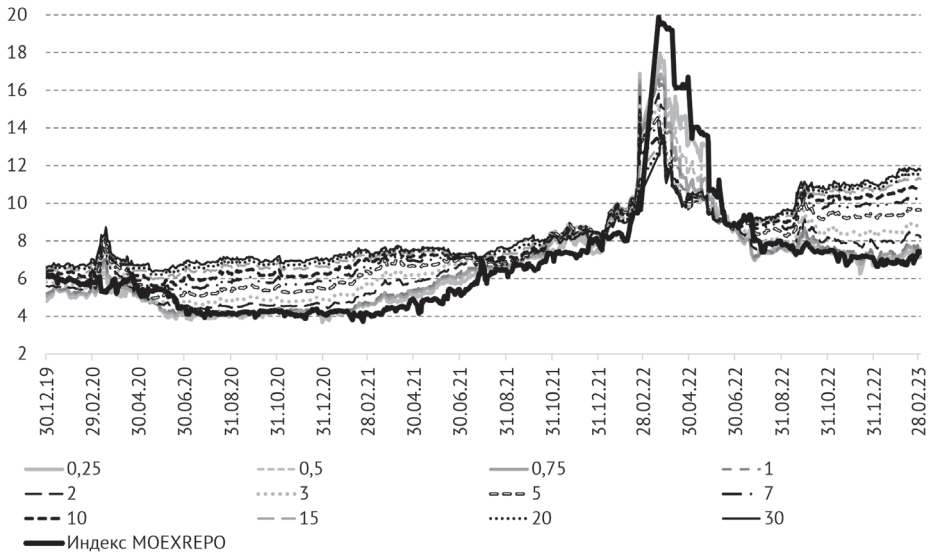
Рис. 23. Дюрация корпоративных облигаций (дней) с 1 января 2020 г. по 2 марта 2023 г.

Источник: Рассчитано авторами по данным Cbonds.

в качестве инструмента рефинансирования текущей деятельности эмитентов и погашения их задолженности по банковским кредитам¹.

В 2022 г. рынок государственных облигаций (ОФЗ) также сохранил стабильность, с ноября 2022 г. его роль в финансировании бюджета повышалась. По состоянию на 28 февраля 2023 г. доходность к погашению краткосрочных и среднесрочных ОФЗ с дюрацией до двух лет была даже несколько ниже, чем 30 декабря 2021 г. Во многом это является результатом снижения ключевой ставки Банка России, которая в большей мере воздействует на краткосрочные ожидания участников финансового рынка. Однако на рынке долгосрочных выпусков ОФЗ с дюрацией 10 лет и более с конца июля 2022 г. по настоящее время действует тенденция роста доходности к погашению выпусков ОФЗ, что свидетельствует о проинфляционных ожиданиях инвесторов на облигационном рынке. Кроме того, обычно основными приобретателями долгосрочных ожиданий являлись крупные иностранные портфельные инвесторы. Замещение их спроса спросом со стороны крупнейших системно значимых российских банков также является фактором роста доходности долгосрочных ОФЗ. По мнению Банка России, рост длинных доходностей на рынке госдолга обусловлен тем, что участники рынка допускают увеличение годового плана заимствований Минфином России с целью покрытия дефицита

¹ См., например: *Коломиец М., Кулиева Э., Галиева Г. (2023). Корпоративный сектор на долговом рынке: рефинанс – для всех, дебиты – в МСБ, весеннего окна ждут 40% компаний // Обзор «Эксперта РА». 1 марта. URL: https://www.raexpert.ru/researches/ua/debt_market_2023/*



Примечание. MOEXREPO – процентная ставка биржевого денежного рынка РЕПО с центральным контрагентом (РЕПО с ЦК) на Московской бирже.

Рис. 24. Значения кривой бескупонной доходности ОФЗ со сроком до погашения от 0,25 до 30 лет и ставка денежного рынка MOEXREPO с 30 декабря 2019 г. по 3 марта 2023 г., % годовых

Источники: Расчеты авторов по данным Банка России и Московской биржи.

бюджета¹. При этом повышенная доходность долгосрочных выпусков ОФЗ затрудняет размещение новых выпусков ОФЗ и ведет к удорожанию стоимости заимствований средств для финансирования расходов бюджета.

Как показано на *рис. 24*, популярная ставка денежного рынка MOEXREPO, близкая по своим значениям к ключевой ставке Банка России, сначала резко повысилась – с 7,93% годовых по состоянию на 30 декабря 2021 г. до 19,34% 31 марта 2022 г., а затем стабильно снижалась – до 8,05% 29 июля 2022 г. и 7,46% на 28 февраля 2023 г. Поведение доходности портфелей ОФЗ с разной дюрацией следовало за поведением ставки денежного рынка до конца июля 2022 г. Однако после этого доходности выпусков ОФЗ с дюрацией до двух лет перестали снижаться, но если и повышались, то весьма незначительно, а доходности долгосрочных ОФЗ с дюрацией 10 лет и более стали повышаться более высокими темпами. Соответственно, существенным образом выросли спреды доходности долгосрочных облигаций по сравнению со ставками денежного рынка.

Например, спреды доходности двухлетних ОФЗ по сравнению со ставкой MOEXREPO составляли 0,42 п.п. на 30 декабря 2021 г., -0,54 п.п. 29 июля

1 URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43767/DKU_2301-07.pdf

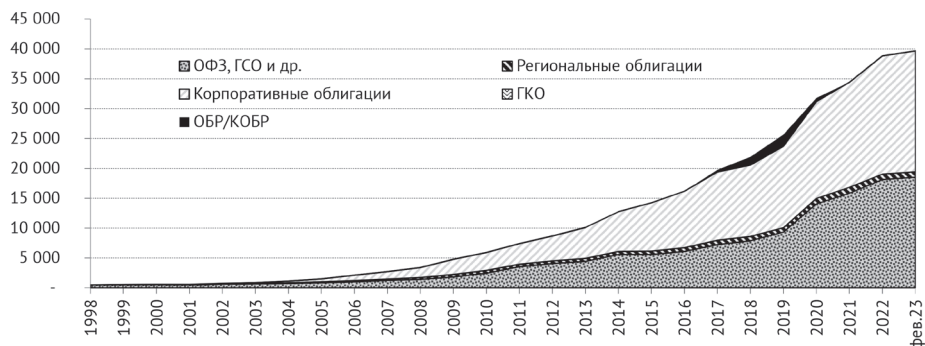


Рис. 25. Объемы рублевых облигаций в обращении с 1998 г. по февраль 2023 г., млрд руб.

Источники: Расчеты авторов по данным Минфина России и Cbonds.

2022 г. и 0,85 п.п. 28 февраля 2023 г. На аналогичные даты спреды доходности 10-летних ОФЗ достигали 0,51; 0,84 и 3,38 п.п. То есть на 28 февраля 2023 г. спреды долгосрочных выпусков ОФЗ в 4,0 раза превышали спреды даже по среднесрочным облигациям.

Тем не менее, по мнению Банка России, с учетом относительно низкого объема государственного долга, а также возможности Минфина России размещать ОФЗ с незначительными премиями к вторичному рынку процентный риск для ведомства остается управляемым¹.

В отличие от рынка акций, внутренний рынок облигаций в 2022 г. продолжил рост в стоимостном выражении. В 2022 г. стоимость государственных ценных бумаг России в обращении увеличилась с 15,8 трлн руб. в 2021 г. до 18,1 трлн руб., или на 14,6% при приросте данного показателя в 2021 г. на 12,6%. За тот же период времени стоимость внутренних корпоративных облигаций выросла с 17,6 трлн до 20,3 трлн руб., или на 12,6% по сравнению с 8,3% прироста в 2021 г. (рис. 25). Рост стоимости государственных и корпоративных облигаций в обращении продолжился в январе – феврале 2023 г.

Восстановлению внутреннего облигационного рынка после 24 февраля 2022 г. способствовали эффективные действия финансовых регуляторов по купированию временных финансовых шоков в феврале – марте и последующему снижению ключевой ставки Банка России.

В отличие от 2021 г., когда Банк России перешел от политики снижения ключевой ставки к ее повышению, в 2022 г. на фоне возобновившегося процесса снижения ключевой ставки и ослабления ДКП, даже несмотря на серьезные санкции, объемы первичных размещений государственных, региональных и корпоративных облигаций существенно выросли. Объемы новых выпусков

¹ Обзор рисков финансовых рынков. Ноябрь–декабрь 2022 г. Информационно-аналитический материал. М.: Банк России. С. 3. URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43666/ORFR_2022-11.pdf

корпоративных облигаций выросли с 3,4 трлн руб. в 2021 г. до 4,1 трлн руб. в 2022 г., или на 19,5%; облигаций федерального займа – с 2,6 трлн до 3,3 трлн руб., или на 24,5% (рис. 26). Лишь первичный рынок региональных облигаций в 2022 г. практически обнулится, объемы новых выпусков на нем составили всего 1,1 млрд руб. по сравнению с 157,6 млрд руб. в 2021 г., что связано с изменениями источников финансирования региональных бюджетов в 2022 г. Новые облигации Банка России в 2022 г. не выпускались.

В период повышения ключевой ставки Банка России в 2021 г. объемы новых выпусков корпоративных облигаций уменьшились с 4,2 трлн руб. в 2020 г. до 3,4 трлн руб. в 2021 г., или на 18,3%. Объемы новых размещений государственных облигаций РФ за тот же период сократились с 6,6 трлн до 2,6 трлн руб., или на 60,0%, новых выпусков региональных облигаций – с 265 млрд до 158 млрд руб., или на 40,5%.

Все виды облигаций российских эмитентов составляют лишь 0,5% от стоимости облигаций, находящихся в обращении в мире (рис. 27). Динамичный рост облигаций российских эмитентов со 123 млрд долл. в 2005 г. до 547 млрд долл. в 2014 г. сопровождался также увеличением доли российских облигаций в стоимости облигаций в мире с 0,23 до 0,64%, поскольку рост облигационного рынка в России опережал рост мирового рынка облигаций.

В 2022 г., несмотря на санкции и прекращение притока новых инвестиций со стороны глобальных инвесторов, общий объем облигационного рынка в России рос быстрее глобального рынка облигаций. Общая стоимость видов облигаций в обращении всех российских эмитентов, включая еврооблигации, выросла с 618 млрд долл. в 2021 г. до 690 млрд долл. в 2022 г., или на 11,6%. Доля российских облигаций в общей стоимости облигационных выпусков в мире выросла с 0,49 до 0,54%. При относительно стабильном валютном курсе рубля в 2022 г. на фоне снижения ключевой ставки стоимость российских облигаций, как правило, росла, в то время как на развитых рынках ставки

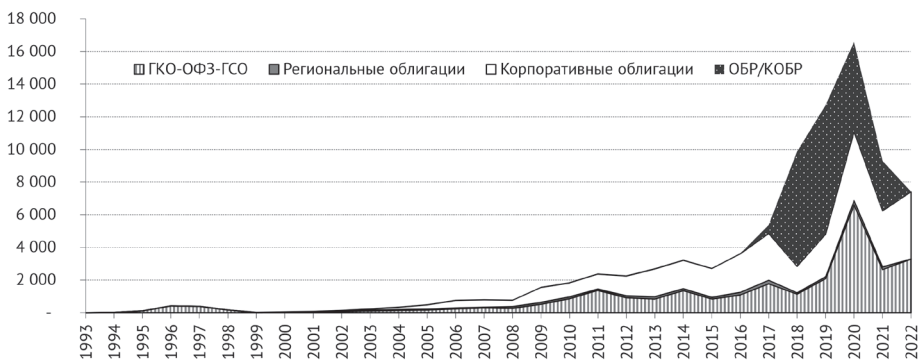
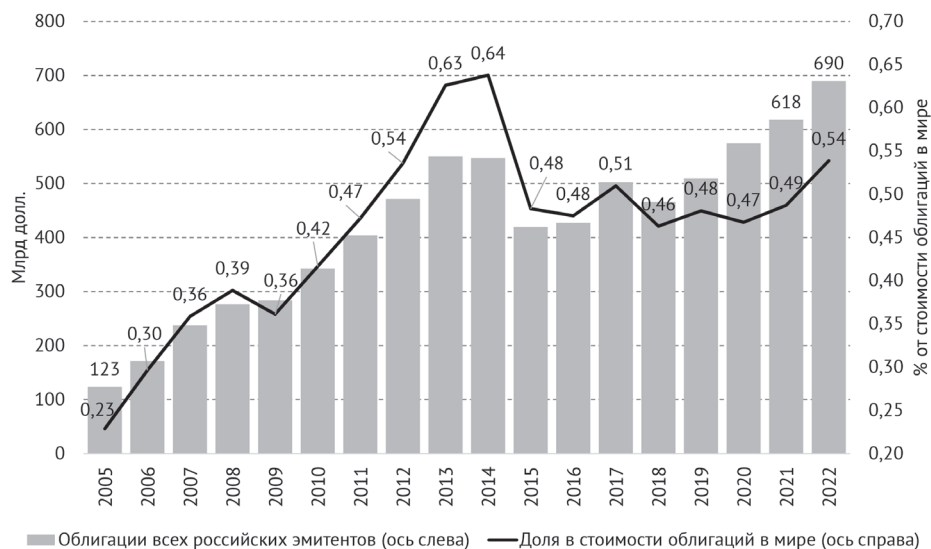


Рис. 26. Объемы размещений рублевых облигаций с 1993 по 2022 г., млрд руб.

Источник: Расчеты авторов по данным Cbonds.



Примечание. В 2022 г. при расчете доли России стоимость облигаций в мире приводится по оценкам SIFMA (США). Облигации российских эмитентов включают корпоративные, государственные и муниципальные внутренние облигации и еврооблигации.

Рис. 27. Стоимость находящихся в обращении облигаций российских эмитентов (млрд долл.) и их доля в стоимости облигаций в мире (%) в 2005–2022 гг.

Источники: Расчеты авторов по данным Cbonds и SIFMA.

центральных банков повышались, что уменьшало стоимость выпущенных облигаций.

Рынок корпоративных облигаций

В 2022 г. после введения внешних санкций на внутреннем рынке корпоративных облигаций каждый месяц продолжалась эмиссия облигаций, для российских эмитентов она стала единственным каналом рефинансирования облигационного долга. С августа 2022 г. стоимость новых выпусков корпоративных облигаций начали существенно превышать ежемесячные объемы размещений корпоративных облигаций в 2020–2021 гг. (рис. 28). С августа по декабрь 2022 г. общая стоимость новых выпусков корпоративных облигаций достигла 3,6 трлн руб. по сравнению с 2,8 трлн руб. за аналогичный период 2020 г. и 1,8 трлн руб. – за 2021 г.

В январе – феврале 2023 г. стоимость новых выпусков корпоративных облигаций составила 670,4 млрд руб. по сравнению с 362,6 млрд., 302,9 млрд. и 82,4 млрд руб. соответственно за аналогичный период 2020, 2021 и 2022 гг.

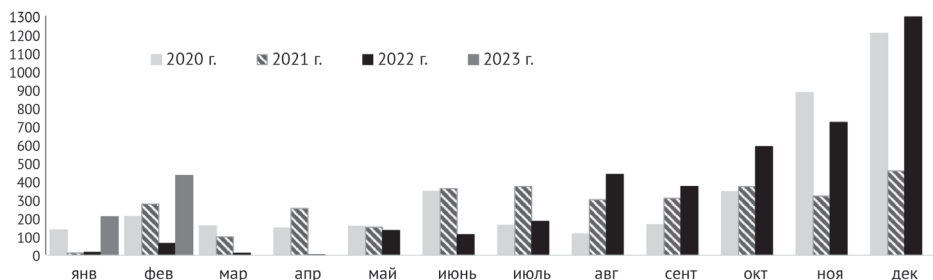


Рис. 28. Объемы размещения корпоративных облигаций в 2020–2022 гг. и январе – феврале 2023 г., млрд руб.

Источник: Расчеты авторов по данным Cbonds.

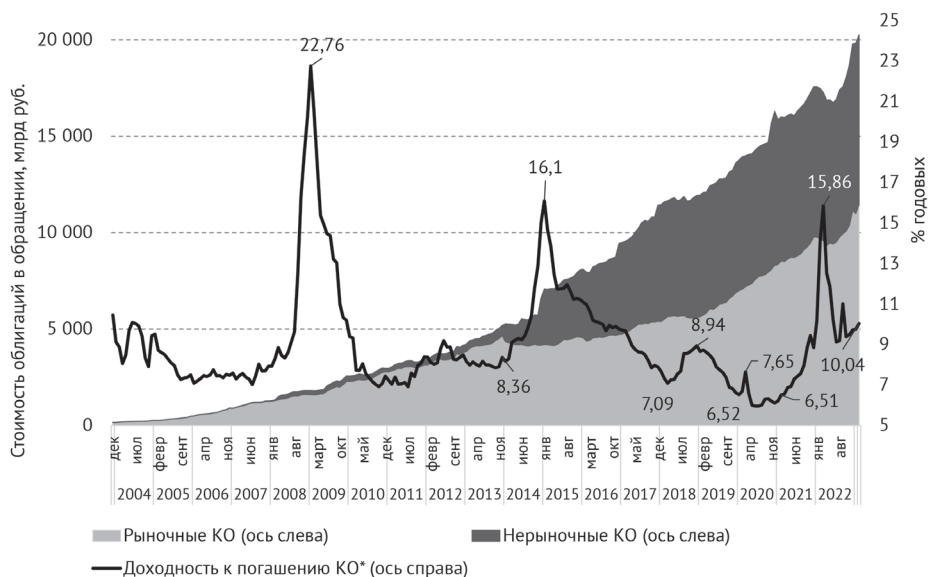
В 2022 г. и в начале 2023 г. ряд российских компаний выпускали внутренние облигации, номинированные в иностранной валюте (валютные КО). По нашим расчетам на основании данных Cbonds, в 2022 г. объемы размещения новых валютных КО составили эквивалент 27,8 млрд долл., или 1533,2 млрд руб., в 2023 г. по состоянию на 15 марта объемы новых выпусков указанных облигаций достигли 7,0 млрд долл., или 525,4 млрд руб. Таким образом, новые выпуски валютных КО составили в 2022 г. и в январе – марте 2023 г. соответственно 37,2 и 77,1% от общей стоимости выпусков новых корпоративных облигаций на внутреннем рынке, включая нерыночные размещения.

В структуре новых выпусков валютных КО в 2022 г. преобладали облигации, номинированные в долларах, на которые приходилось 52,3% всех выпусков валютных КО, облигации в юанях составляли 39,1% новых выпусков, в евро – 6,8%, в прочих валютах – 1,8%. По состоянию на 15 марта 2023 г. весь объем новых выпусков валютных КО в 2023 г. приходился на доллары.

В структуре эмитентов валютных КО в 2022 г. 80,1% приходилось всего на 6 структур, в том числе 21,5% – на специальную финансовую организацию «Сити Инвест», 19,7% – «Газпром Капитал», 15,2% – «Русал», 10,0% – «Роснефть» и 7,7% – на «Лукойл». С января по 15 марта 2023 г. 100,0% новых выпусков валютных КО приходилось всего на одного эмитента – «Газпром Капитал».

После кризиса 2008 г. рублевая доходность индекса IFXCND периодически росла под влиянием спадов цен на нефть и опасений инвесторов на фоне геополитических рисков и международных санкций (рис. 29). Пики доходности к погашению индексного портфеля в 2014 г. и в феврале 2022 г. приходились на самые высокие значения ключевых ставок, устанавливаемых Банком России. С 2014 г. рост рынка корпоративных облигаций во многом обеспечивался за счет роста их нерыночных выпусков¹.

1 Согласно определению Банка России, под нерыночным выпуском подразумевается ситуация, когда выкуп всего или большей части размещаемого выпуска осуществляется бан-



* Доходность к погашению (YTM) по портфелю IFXCBN.

Рис. 29. Стоимость рублевых КО в обращении и доходность к погашению портфеля корпоративных облигаций IFX-Cbonds с декабря 2003 г. по февраль 2023 г.

Источник: Расчеты авторов по данным Cbonds.

На февраль 2023 г. из общей стоимости рублевых корпоративных облигаций в обращении в размере 20,3 трлн руб. 11,5 трлн руб. (или 56,6%) приходилось на рыночные выпуски облигаций, 8,8 трлн руб. (43,4%) – на нерыночные облигации.

С марта 2021 г. по март 2022 г. при росте ключевой ставки с 4,25 до 20,0% средняя доходность к погашению индексного портфеля облигаций IFXCBND выросла за аналогичный период с 6,56 до 15,86% годовых. В дальнейшем по мере стабилизации финансового рынка и снижения ключевой ставки доходность к погашению корпоративных облигаций уменьшилась до 10,04% на 28 февраля 2023 г.

В сложном 2022 г. осторожность инвесторов к вложениям в корпоративные облигации с высокими кредитными и процентными рисками на фоне снижающейся ключевой ставки и относительной стабильности валютного курса рубля способствовала тому, что внутренний рынок корпоративных облигаций сумел обеспечить существенно больший, чем в предкризисном 2021 г., объем

ком-организатором или близкими эмитенту компаниями. См.: Обзор российского финансового сектора и финансовых инструментов. 2019 г. Аналитический материал. М.: Банк России. С. 37.

чистого привлечения денежных средств эмитентами одновременно с улучшением статистики по дефолтам. Доля рублевых корпоративных облигаций с той или иной формой дефолтов снизилась с 3,3% в 2020 г. и 2,7% в 2021 г. до 1,7% в 2022 г. (рис. 30). При этом объем чистого привлечения средств эмитентами вырос в 2 раза – с 1,0 трлн руб. в 2021 г. до 2,0 трлн руб. в 2022 г.

Тем не менее основные кредитные риски на рынке облигаций российских компаний из-за санкций в настоящее время находятся в сегменте рынка корпоративных еврооблигаций.

Количество эмитентов на рынке КО на Московской бирже существенно превышает число компаний в листинге акций. В этом смысле рынок корпоративных облигаций более активно, чем рынок акций, используется для привлечения новых ресурсов и рефинансирования развития компаний разных секторов экономики.

На бирже долгое время наблюдалось сокращение количества эмитентов, выпускающих корпоративные облигации, с 467 в предкризисном 2007 г. до 198 в 2018 г. (рис. 31). Это было вызвано не только изменениями схем построения займов, когда для выпуска КО крупными эмитентами чаще использовалась дочерняя структура, а теперь облигации выпускаются компаниями напрямую, но и тем, что с точки зрения издержек эмитентов и требований листинга преимущества имели крупные выпуски облигаций. В 2018 г. были внесены поправки в законодательство о рынке ценных бумаг, направленные на упрощение выпуска корпоративных обязательств в части принятия решений



Рис. 30. Стоимость чистого размещения КО (млрд руб.) и доля КО с дефолтом в общем объеме их рынка (%) с января 2013 г. по февраль 2023 г.

Источник: Расчеты авторов по данным Cbonds.

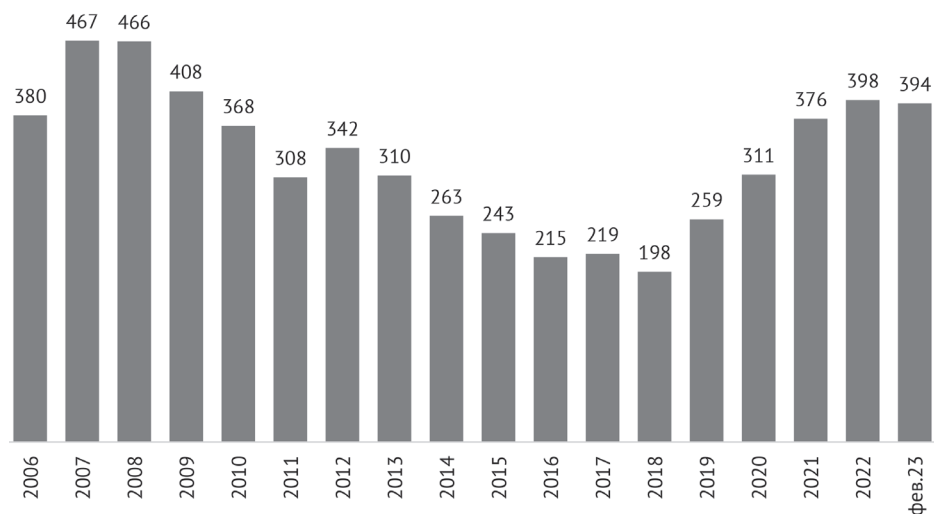


Рис. 31. Количество эмитентов рыночных выпусков корпоративных облигаций на Московской бирже с 2006 г. по февраль 2023 г.

Источник: Данные Cbonds.

о выпуске облигаций, сокращение сроков регистрации выпусков, упрощение отчетности об итогах выпуска, снятие ограничений по срокам завершения размещения ценных бумаг. В 2022 г. количество эмитентов корпоративных облигаций на Московской бирже выросло с 376 до 398, или на 5,8% (рис. 31). По состоянию на 28 февраля 2023 г. число эмитентов составило 394 компании.

Отличительная особенность внутреннего рынка корпоративных облигаций в 2022 г. по сравнению с предшествующими годами состоит в том, что основным драйвером новых выпусков указанных облигаций выступали преимущественно высококачественные эмитенты с высоким кредитным рейтингом.

В 2022 г. в общей стоимости новых выпусков корпоративных облигаций доля облигаций эмитентов «первого эшелона»¹ достигла 65%, а «второго эшелона» упала на 0,2%. По оценкам специалистов рейтингового агентства «Эксперт РА», приводимым журналом «Эксперт», «первичный рынок облигаций стал почти недоступен для эмитентов с рейтингами ниже категории ВВВ»².

1 К облигациям «первого эшелона» относятся облигации с рейтингами российских рейтинговых агентств АКРА и «Эксперт РА» от «ВВВ-» и выше. В этом случае кредитный рейтинг «ВВВ-» является нижней границей инвестиционных рейтингов российских эмитентов КО. При этом в российском законодательстве отсутствует универсальное понимание «инвестиционного кредитного рейтинга», общего для разных институциональных инвесторов. К облигациям «второго эшелона» относятся облигации с рейтингами российских рейтинговых агентств АКРА и «Эксперт РА» от «ВВ-» по «ВВ+».

2 Обухова Е. Облигациям не светит // Эксперт. № 1–3. 26 декабря 2022 г. – 22 января 2023 г.

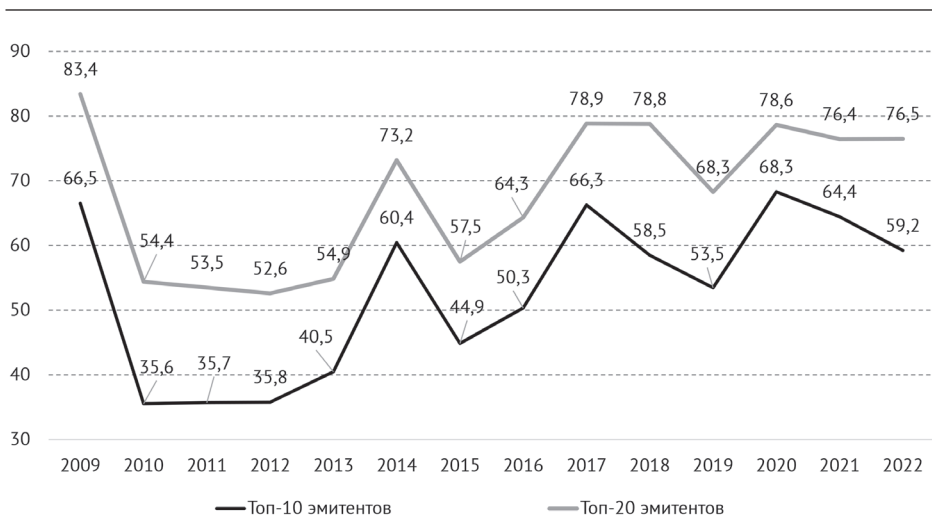


Рис. 32. Доля крупнейших 10 и 20 эмитентов в новых выпусках рублевых КО в 2009–2022 гг., %

Источник: Расчеты авторов по данным Cbonds.

Несмотря на опережающий рост новых выпусков облигаций эмитентов «первого эшелона», количество эмитентов корпоративных облигаций в 2022 г. увеличивалось, что привело к снижению уровня концентрации на рассматриваемом сегменте финансового рынка. Доля топ-20 эмитентов в общем объеме новых выпусков облигаций в 2022 г. осталась практически на том же уровне, что и в 2021 г.: 76,4–76,5% в общей стоимости размещений, а доля топ-10 эмитентов снизилась с 68,3% в 2020 г. и 64,4% в 2021 г. до 59,2% в 2022 г. (рис. 32).

Новым трендом в 2022 г. стало то, что из 10 крупнейших эмитентов на рынке рублевых корпоративных облигаций четыре представляли собой так называемые специальные финансовые организации (СФО), т.е. новые и недостаточно прозрачные организации с практически нулевым балансом, создаваемые для секьюритизации финансовых потоков от тех или иных активов (табл. 10). В 2022 г. только эти четыре СФО – «Идеи и инвестиции», «Аурум-1», МИП-1 и «Медийные активы» – провели размещения облигаций на сумму 398 млрд руб., или 14,3% от общей стоимости выпусков рублевых корпоративных облигаций.

Важной проблемой рынка корпоративных облигаций в 2022 г. оставалась его недостаточная ориентация на эмитентов реального сектора экономики. По нашим расчетам на основании данных Банка России¹, доля новых выпусков корпоративных облигаций, приходящихся на банки и другие финансовые организации, составляла 68,3% в 2021 г. и 69,0% в 2022 г., а в январе 2023 г. она повысилась до 93,9%.

1 URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/sec_st/issue/

Десять крупнейших эмитентов корпоративных облигаций и их доля в совокупной стоимости эмиссии выпусков рублевых КО

	Эмитенты	2020 г.		Эмитенты	2021 г.		Эмитенты	2022 г.	
		млрд руб.	%		млрд руб.	%		млрд руб.	%
1	«Роснефть»	815	17,7	«ДОМ.РФ Ипотечный агент»	418	13,3	ДОМ.РФ и «ДОМ.РФ Ипотечный агент»	519	18,6
2	Сбербанк России	550	12,0	ВЭБ.РФ	411	13,1	Автодор	277	10,0
3	ВТБ, включая «Деметра холдинг»	489	10,6	Сбербанк России	366	11,7	«СФО Идеи и инвестиции»	156	5,6
4	ДОМ.РФ	386	8,4	ВТБ, включая «Деметра холдинг»	273	8,7	ВЭБ.РФ	156	5,6
5	РЖД	353	7,7	Вересаева, 6	130	4,1	Сбербанк России и Сбербанк КИБ	149	5,3
6	ГСП-Финанс	243	5,3	«Газпром Капитал»	120	3,8	«СФО Аурум-1»	101	3,6
7	ВЭБ	90	2,0	ОТЭ-КО-Порт-сервис	96	3,1	СФО МИП-1	83	3,0
8	«Азот» (Кемерово)	88	1,9	«Альфа-Лизинг»	76	2,4	Россети	80	2,9
9	ГТЛК	66	1,4	РЖД	69	2,2	МТС	72	2,6
10	Газпромбанк	59	1,3	АФК Система	63	2,0	«СФО Медийные активы»	58	2,1
	Капитализация всех рублевых выпусков КО	4595	100	Капитализация всех рублевых выпусков КО	3 137	100	Капитализация всех рублевых выпусков КО	2 787	100
	Капитализация выпусков топ-10 эмитентов КО	3138	68,3	Капитализация выпусков топ-10 эмитентов КО	2022	64,4	Капитализация выпусков топ-10 эмитентов КО	1651	59,2

Источник: Расчеты авторов по данным Сbonds.

В общей стоимости находящихся в обращении корпоративных облигаций доля выпусков облигаций финансовых организаций выросла с 40,3% в 2018 г. до 43,9% в 2022 г. и 43,1% в феврале 2023 г. (табл. 11). Доля финансового сектора вместе с добычей, транспортом, электроэнергетикой и строительством по состоянию на февраль достигала 85,3% стоимости корпоративных облигаций в обращении. Это означает, что компании таких современных отраслей

Таблица 11

Отраслевая структура рынка рублевых корпоративных облигаций в 2018 г. по февраль 2023 г., %

	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.	Февраль 2023 г.
Финансовые организации	40,3	41,8	40,2	42,9	43,9	43,1
Добыча нефти, газа, угля	30,2	27,9	28,3	25,5	25,4	27,0
Транспорт	9,5	8,9	9,3	9,7	7,6	6,7
Электроэнергетика	4,6	3,9	3,2	2,8	3,1	3,2
Строительство	4,1	4,4	4,4	4,3	5,4	5,3
Прочие отрасли	11,3	13,1	14,6	14,8	14,6	14,7

Источник: Расчеты авторов по данным Sbonds.

экономики, как обрабатывающая промышленности, химия и нефтехимия, IT, телекоммуникации и связь, образование и др., значительно меньше используют рыночные механизмы финансирования с помощью облигаций, чем указанные выше пять отраслей экономики.

Несмотря на повышенные санкционные риски, объем рынка еврооблигаций российских компаний в долларовом выражении в феврале 2023 г. оставался значительным и сокращается медленно (рис. 33). По состоянию на февраль 2023 г. его размер снизился с 107 млрд долл. в 2021 г. до 71 млрд долл., или на 33,6%. С учетом повышенных рисков замораживания выплат по данным облигациям в пользу российских резидентов в иностранных банках и депозитариях, а также объявлений формальных дефолтов по этим облигациям из-за невозможности эмитентов под санкциями своевременно перечислить

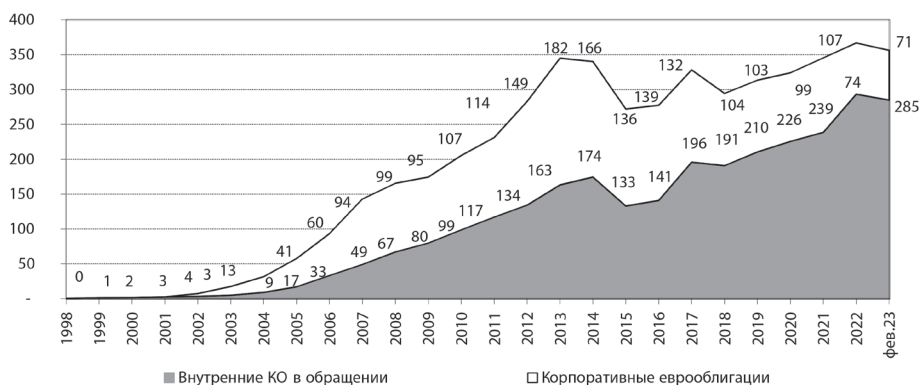


Рис. 33. Объемы КО российских эмитентов в обращении с 1998 г. по февраль 2023 г., млрд долл.

Источники: Расчеты авторов по данным Sbonds и Московской биржи.

имеющиеся у них средства иностранным держателям еврооблигаций, со стороны эмитентов необходимы усилия по досрочному погашению указанной задолженности.

Как мы уже отмечали выше, в целях недопущения массовых дефолтов российских компаний на рынке еврооблигаций из-за введенных для эмитентов санкционных ограничений по перечислению ими денежных средств в счет обслуживания долга в иностранные финансовые организации российским законодательством была предусмотрена процедура добровольного выпуска эмитентами так называемых «замещающих облигаций». 30 декабря 2022 г. Банк России рекомендовал обязательный выпуск указанных облигаций компаниями для реструктуризации их долговых обязательств. Как было отмечено в СМИ¹, в конце февраля 2022 г. Минфин и Банк России подготовили проект указа Президента РФ, обязывающего российских эмитентов еврооблигаций в обязательном порядке выпускать замещающие локальные бумаги.

С введением санкций в 2022 г. и до настоящего времени компании – эмитенты еврооблигаций придерживаются разных стратегий в части обслуживания своих долгов, не предполагающих выпуск замещающих облигаций. Значительная часть эмитентов, как попавших под санкции, так и не попавших под них, выбрали стратегию отдельных платежей в рублях держателям-резидентам через НРД и иностранным облигационерам – через иностранные депозитарии. Выкуп собственных бумаг провели «НОВАТЭК», «Евраз», Global Ports, АВН Financial, Ozon, Yandex, VK, отсрочили выплату купона «Еврохим» и СУЭК. Вариантом размещения замещающих облигаций по состоянию на 15 марта 2023 г. воспользовались лишь 6 компаний – «Газпром Капитал», «Лукойл», Совкомфлот, «Борец Капитал», «Металлоинвест» и ММК.

По нашим расчетам на основании данных Cbonds, в 2022 г. объемы размещения замещающих облигаций составили эквивалент 7,58 млрд долл., или 526,5 млрд руб., в 2023 г. по состоянию на 15 марта объемы новых выпусков указанных облигаций достигли 7,0 млрд долл., или 525,4 млрд руб. Выпуск замещающих облигаций пока не стал основным механизмом реструктуризации внешних долговых обязательств российских компаний. Суммарный объем выпущенных замещающих облигаций на 15 марта 2023 г. составлял 14,4 млрд долл., что равно 18,2% от общей стоимости выпусков еврооблигаций российских компаний в октябре 2022 г., когда состоялись первые размещения замещающих облигаций.

В структуре новых выпусков замещающих облигаций в 2022 г. преобладали облигации, номинированные в долларах, на которые приходилось 74,9% всех новых выпусков указанных облигаций, облигации в евро составляли 19,9% новых выпусков, в прочих валютах – 5,3%. В начале 2023 г. 66,8% новых выпусков замещающих облигаций были номинированы в долларах, 33,2% – в евро.

1 Шелудченко С. (2023). Минфин и ЦБ обяжут эмитентов замещать евробонды // Ведомости, 22 февраля. URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2023/02/22/963952-minfin-i-tsb-obyazhut-emitentov-zameschat-evrobondi>

В структуре эмитентов новых выпусков замещающих облигаций по состоянию на 15 марта 2023 г. 77,9% стоимости выпусков приходилось на «Газпром Капитал», 11,6% – на «Лукойл», 4,8% – на Совкомфлот, 2,1% – на ММК, 2,0% – на холдинг «Металлоинвест» и 1,5% – на «Борец Капитал».

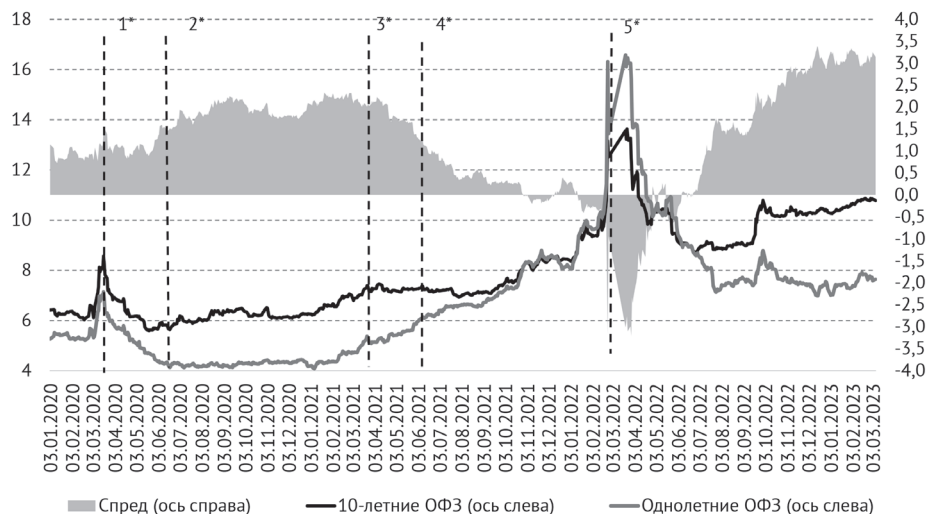
Расчеты на основе данных ресурса Cbonds сравнительной совокупной доходности (с учетом купонной доходности и рыночной стоимости вложений) замещающих облигаций и разных портфелей корпоративных облигаций показывают, что указанная доходность по замещающим облигациям существенно превосходит аналогичный показатель по рублевым корпоративным облигациям, но ниже, чем по еврооблигациям компаний. За период с 1 декабря 2022 г. по 28 февраля 2023 г. накопленная совокупная доходность в рублях составила по индексным портфелям замещающих облигаций 23,81%, корпоративных еврооблигаций – 36,4%, рублевых корпоративных облигаций – 2,11%, при этом валютный курс рубля (в долларах) вырос на 22,98%.

Это означает, что инвесторы в условиях ослабления рубля с 1 декабря 2022 г. по 28 февраля 2023 г. в качестве преимущества замещающих облигаций по сравнению с сопоставимыми рублевыми инструментами с фиксированной доходностью видели то, что основная сумма долга и купонные выплаты по замещающим облигациям привязаны к доллару или евро. Однако совокупная доходность замещающих облигаций была ниже, чем у аналогичных корпоративных еврооблигаций, из-за фактора более низких рисков возвратности вложений, обслуживаемых через внутреннюю инфраструктуру, и их регулирования в рамках юрисдикции РФ.

Рынок государственных облигаций Российской Федерации

Из-за высоких ставок заимствования средств с марта по август 2022 г. Минфин не проводил аукционов по размещению ОФЗ. Снижению спроса внутренних инвесторов на ОФЗ в этот период времени способствовали также высокие депозитные ставки банков. Однако во второй половине прошедшего года благодаря снижению ключевой ставки Банка России и относительно высокому профициту ликвидности в банковской системе (см. рис. 7 и 9) Минфин России возобновил масштабные заимствования на внутреннем рынке для финансирования опережающего роста бюджетных расходов в IV квартале 2022 г. и в I квартале 2023 г.

Одним из индикаторов стабильности рынка государственных облигаций является показатель спреда между доходностью к погашению 10-летних и однолетних государственных облигаций. С октября 2021 г. данный спред периодически становился отрицательным и достиг своего минимума в размере -3,15 п.п. 24 февраля 2022 г. (рис. 34). Отрицательные значения спреда, предполагающие инверсию кривой доходности облигаций с разной дюрацией, как правило, свидетельствуют о росте нестабильности финансовой системы, когда процентные ставки по краткосрочным облигациям растут из-за дефицита краткосрочных финансовых ресурсов и проблем с ликвидностью финансовых инструментов, а процентные ставки по долгосрочным облигациям, наоборот, снижаются из-за ожиданий участников рынка скорого снижения



Примечания. 1* – финансовый шок в связи с началом пандемии COVID-19 и шоком ликвидности на глобальных финансовых рынках; 2* – рост программы государственных заимствований с опорой на внутренних инвесторов; 3* – начало периода повышения ключевой ставки Банка России: с 23 марта 2021 г. по 28 февраля 2022 г. указанная ставка повысилась с 4,25 до 20,0% годовых; 4* – введение санкций США, запрещающих американским инвесторам приобретение государственных ценных бумаг РФ на первичном рынке; 5* – установление ключевой ставки Банка России в размере 20% годовых.

Рис. 34. Доходность к погашению однолетних и 10-летних ОФЗ (% годовых) и спред между их доходностью (п.п.) с 3 января 2020 г. по 7 марта 2023 г.

Источники: Расчеты авторов по данным Банка России и Московской биржи.

процентных ставок центрального банка в целях содействия экономическому росту и финансовой поддержки бизнеса. Не случайно отрицательный спред доходности долгосрочных и краткосрочных государственных облигаций в разных странах считается одним из наиболее сильных предикторов наступления рецессий и финансовых кризисов.

Профессиональные действия Банка России после 24 февраля 2022 г. по резкому повышению ключевой ставки, рефинансированию банков и поддержанию стабильности валютного курса помогли избежать дефицита денежной ликвидности в банках и в дальнейшем позволили снизить доходность как краткосрочных, так и долгосрочных обязательств. С 24 июня 2022 г. рассматриваемый спред доходностей ОФЗ перешел в зону положительных значений и стал повышаться. По состоянию на 28 февраля 2023 г. доходность к погашению по однолетним государственным облигациям снизилась до 7,73% годовых, т.е. ниже своего значения на 30 декабря 2021 г. в размере 8,35% годовых, что свидетельствует о высокой ликвидности банковской системы. Доходность 10-летних ОФЗ снижалась по мере снижения ключевой ставки Банка России, а с конца сентября 2022 г. данное снижение прекратилось. По состоянию на 28 февраля 2023 г. она составляла 10,87% годовых по сравнению

с 8,43% на 30 декабря 2021 г. Это показывает, что участники облигационного рынка в среднесрочной перспективе ожидают повышения ключевой ставки. В результате спред доходности на 28 февраля 2023 г. составлял 3,14 п.п. Это не означает, что данная величина спреда является оптимальной, но главное, что он не отрицательный.

С октября по декабрь 2022 г. общая стоимость новых выпусков ОФЗ достигла 3,1 трлн руб. по сравнению с 2,4 трлн руб. за аналогичный период 2020 г. и 0,2 трлн руб. за 2021 г. (рис. 35). В январе – феврале 2023 г. стоимость новых выпусков государственных облигаций РФ составила 550,3 млрд руб. по сравнению с 501,3 млрд, 211,8 млрд и 128,1 млрд руб. соответственно за аналогичные периоды 2020, 2021 и 2022 гг.

Рекордные за последние 3 года объемы заимствования средств Минфином России в конце 2022 г. и начале 2023 г. в условиях сохраняющейся неопределенности будущих трендов изменения ключевой ставки привели к относительно высоким ставкам заимствований, особенно по выпускам облигаций с дюрацией более 5 лет.

В ноябре – декабре 2022 г. наибольшим спросом на аукционах пользовались ценные бумаги с плавающим купоном (ОФЗ-ПК), на них пришлось 80,6% объема размещений ОФЗ. Основной спрос на указанные ценные бумаги на аукционах предъявляли крупные системно значимые банки, выкупившие 90,7% всех размещений ОФЗ в ноябре – декабре.

С начала 2023 г. действует тенденция повышения процентных ставок по размещаемым ОФЗ. Стремясь ограничить стоимость расходов по обслуживанию госдолга на аукционах в 2023 г., Минфин предлагал участникам преимущественно ОФЗ с постоянным доходом (ОФЗ-ПД). Повышенный интерес участников рынка наблюдался к индексированным на инфляцию ОФЗ-ИН. По данным Банка России, наиболее активными приобретателями классических

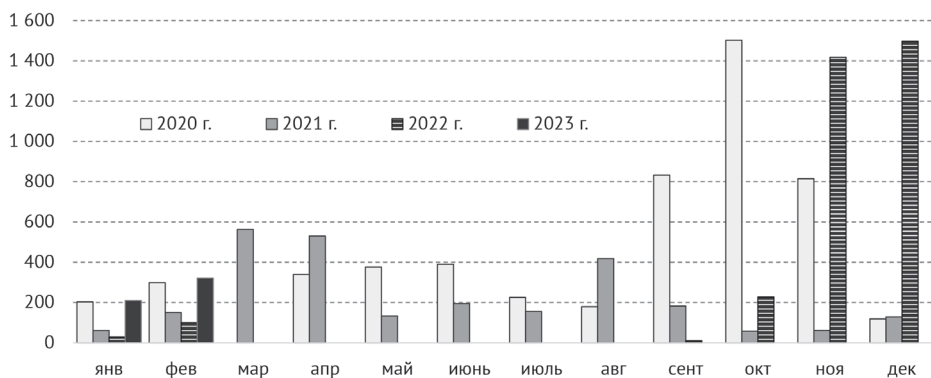


Рис. 35. Объемы размещения ОФЗ на аукционах в 2020–2022 гг. и январе – феврале 2023 г., млрд руб.

Источник: Расчеты авторов по данным Cbonds.

ОФЗ-ПД являлись системно значимые кредитные организации, а ОФЗ-ИН – коллективные инвесторы, в том числе пенсионные фонды¹.

Из-за определенного разочарования физических лиц в доходности и рисках вложений в субординированные выпуски облигаций и структурные облигации, частные инвесторы стали более активно инвестировать в государственные ценные бумаги. По данным Банка России, стоимость вложений физических лиц в государственные, субфедеральные и муниципальные облигации выросли с 492,4 млрд руб. в 2021 г. до 741,3 млрд руб. в 2022 г., или на 50,5%².

Вместе с тем действующие в конце прошлого – начале текущего года драйверы роста новых выпусков ОФЗ могут в значительной мере исчерпаться. Поддержание избыточной ликвидности в банковской системе за счет повышенного уровня государственных расходов и ослабления ДКП являются проинфляционными факторами и вряд ли смогут использоваться в тех же масштабах. Интерес частных инвесторов к ОФЗ, вероятно, сохранится и на перспективу, однако вряд ли они смогут заменить инвестиции иностранных портфельных инвесторов и российских финансовых организаций. В указанных условиях в 2023 г. объемы государственных заимствований на внутреннем финансовом рынке могут стать менее значительными.

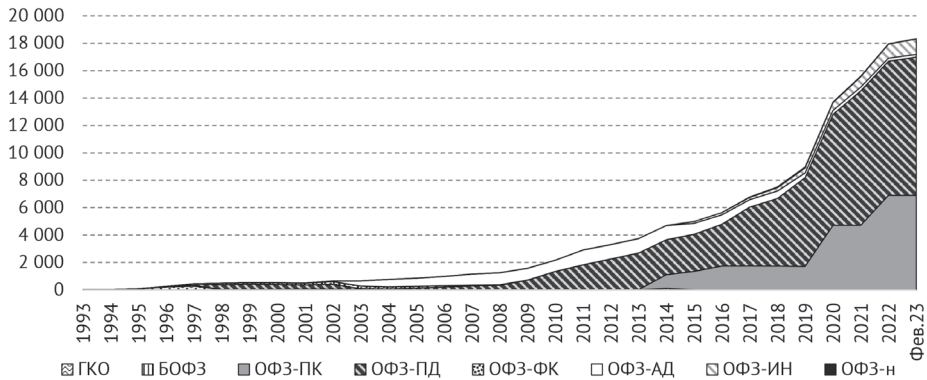
Совокупный объем ОФЗ по состоянию на февраль 2023 г. достиг 18,3 трлн руб., увеличившись на 17,3% по сравнению с 15,6 трлн руб. в 2021 г. (рис. 36).

Самым крупным сегментом рынка ОФЗ являются ОФЗ-ПД с постоянным купонным доходом. Размеры купонного дохода по указанным облигациям известны заранее на весь период их обращения, что позволяет Минфину более эффективно управлять расходами по обслуживанию государственного долга. Основными инвесторами ОФЗ-ПД, особенно с длинной дюрацией, долгое время выступали иностранные портфельные инвесторы. В новых условиях 2022 г. и в начале 2023 г. при повышенных процентных рисках банки и другие финансовые организации осторожно подходят к приобретению указанных облигаций, что вызывает постоянный рост доходности при аукционах по их размещению. Стоимость ОФЗ-ПД выросла с 9,8 трлн руб. в 2021 г. до 10,1 трлн руб. в феврале 2023 г., или на 3,1%. Их доля в стоимости ОФЗ сократилась с 62,9% в 2021 г. до 55,1% в феврале 2023 г.

Более привлекательным для внутренних финансовых организаций в 2022 г. и в первые два месяца 2023 г. являлись ОФЗ с плавающим купоном (ОФЗ-ПК), обеспечивающие их владельцам больше гибкости в управлении риском ликвидности и процентным риском. В ОФЗ-ПК размер купона привязан к ставке денежного рынка RUONIA, которая, как правило, следует за значениями ключевой ставки Банка России. Общая стоимость находящихся в обращении облигаций ОФЗ-ПК выросла с 4,7 трлн руб. в 2021 г. до 6,9 трлн руб. в феврале 2023 г., или на 46,8%. Их доля в стоимости ОФЗ выросла с 30,2% в 2021 г. до 37,6% в феврале 2022 г. В январе – феврале 2023 г., несмотря на

1 URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43767/DKU_2301-07.pdf

2 Статистические данные к обзору ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг. Банк России, 2023. URL: https://www.cbr.ru/securities_market/statistic/



Примечание. Здесь и далее используются следующие сокращения:

БОФЗ – бескупонные облигации федерального займа;

ГКО – государственные краткосрочные бескупонные облигации;

ОФЗ – облигации федеральных займов;

ОФЗ-АД – облигации федерального займа с амортизацией долга;

ОФЗ-ИН – облигации федерального займа с номиналом, индексируемым по уровню инфляции в Российской Федерации;

ОФЗ-ПД – облигации федерального займа с постоянным купонным доходом;

ОФЗ-ПК – облигации федерального займа с переменным купонным доходом, «привязанным» к ставке РУОНИА;

ОФЗ-н – облигации федерального займа для физических лиц («народные облигации»).

Рис. 36. Объем выпусков ГКО-ОФЗ, находящихся в обращении с 1993 г. по февраль 2023 г., млрд руб.

Источники: Расчеты авторов по данным Минфина России и Cbonds.

повышенную доходность новых выпусков ОФЗ на аукционах, Минфин не выпускал новых ОФЗ-ПК.

ОФЗ-АД с амортизацией основного долга являются удобным инструментом для инвестирования пенсионных накоплений в условиях волатильного рынка, но создают сложности в управлении госдолгом для Минфина. По мере замедления роста системы пенсионных накоплений спрос на данный инструмент сокращается. Стоимость ОФЗ-АД уменьшилась с 271 млрд руб. в 2021 г. до 192 млрд руб. в феврале 2023 г., или на 29,1%; их доля в общей стоимости ОФЗ снизилась с 1,7 до 1,0%.

С учетом инфляционных рисков востребованным инструментом рынка государственных ценных бумаг оставались ОФЗ-ИН, предусматривающие индексацию их номинальной стоимости в зависимости от уровня инфляции, измеряемой по индексу потребительских цен. В силу своих защитных свойств они пользовались повышенным спросом у внутренних институциональных и частных инвесторов. Стоимость ОФЗ-ИН выросла с 764 млрд руб. в 2021 г. до 1130 млрд руб. в феврале 2022 г., или на 47,9%; их доля в общей стоимости ОФЗ выросла с 4,9 до 6,2%.

Самая незначительная доля рынка ОФЗ в размере 0,1% в феврале 2023 г. приходилась на ОФЗ-н, которые иногда называют «народными облигациями»

из-за того, что они ориентированы на вложения частных лиц и позиционируются Минфином в большей мере как внебиржевой инструмент повышения финансовой грамотности населения. При продажах через крупные розничные банки ОФЗ-н приходится жестко конкурировать с собственными финансовыми продуктами указанных банков, предлагаемыми их клиентам. Стоимость ОФЗ-н уменьшилась с 43 млрд руб. в 2021 г. до 19 млрд руб. в феврале 2022 г., или на 55,8%. Отсутствие стандартов открытой архитектуры продаж финансовых продуктов разных поставщиков у банков является серьезным сдерживающим фактором для роста популярности облигаций крупных и надежных эмитентов, таких как Минфин России, среди частных инвесторов.

В 2022 г. в результате санкций со стороны недружественных стран и ответных мер Российской Федерации вложения иностранных портфельных инвесторов в ОФЗ были заморожены, а поступающие по ним выплаты переводились на банковские счета типа «С» нерезидентов в банках и АСВ. В ноябре 2022 г. на основании Федерального закона от 14.07.2022 № 319-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» был осуществлен принудительный перевод ОФЗ, учитываемых на счетах номинальных держателей недружественных стран, в российские депозитарии.

За 10 лет с февраля 2013 г., т.е. с момента открытия в российском центральном депозитарии НРД счетов номинального держателя иностранными расчетно-клиринговыми организациями Euroclear и Clearstream, до февраля 2023 г. доля вложений нерезидентов в ОФЗ была очень волатильной (рис. 37). Периодически она резко сокращалась из-за наступления тех или иных событий, приводящих к оттоку вложений иностранных портфельных инвесторов из ОФЗ, таких как Taper Tantrum¹ в мае 2013 г., введение секторальных санкций к России в июле 2014 г., рост опасений расширения санкций в отношении российского госдолга в апреле 2018 г., начало финансового кризиса при пандемии коронавируса в марте 2020 г., обострение геополитических рисков с 24 февраля 2022 г. Максимальная доля вложений нерезидентов в ОФЗ была достигнута в феврале 2020 г. в размере 34,9% объема ОФЗ в обращении, минимальная доля в размере 9,9% зафиксирована в январе 2023 г.

На момент введения санкций в феврале 2022 г. стоимость ОФЗ, принадлежащих нерезидентам, среди которых преобладали крупные пенсионные и инвестиционные фонды, составляла 2,9 трлн руб., или 17,9%. Анализ последующих событий позволяет предположить, что, несмотря на введение ограничений на совершение нерезидентами сделок с ОФЗ, де-факто у нерезидентов существовали разные возможности для выхода из указанных активов. В соответствии с Федеральным законом от 14.07.2022 № 319-ФЗ владельцам ценных бумаг российских эмитентов (включая ОФЗ) до 24 ноября 2022 г. было предоставлено право принудительного перевода указанных ценных бумаг из иностранных депозитариев на счета депо в российские депозитарии². По данным

1 Так, например, в результате лишь только объявления ФРС США намерения приступить к повышению централизованных процентных ставок случился внезапный массовый вывод глобальными портфельными инвесторами средств из развивающихся финансовых рынков.

2 В последующих поправках в законодательстве были предусмотрены новые дополнительные случаи, при которых была возможна подача в НРД заявления на принудительный перевод

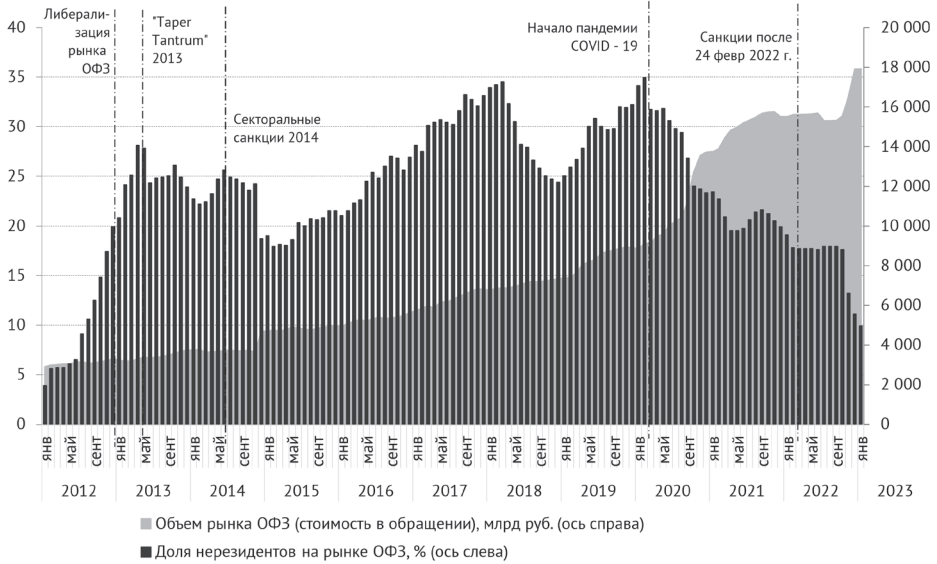


Рис. 37. Доля нерезидентов на рынке ОФЗ (%) и стоимость находящихся в обращении ОФЗ (млрд руб.) с февраля 2012 г. по январь 2023 г.

Источники: Расчеты авторов по данным Банка России и Cbonds.

Банка России¹, из общего объема ценных бумаг, списанных с номинальных счетов в иностранных депозитариях на сумму 1,36 трлн руб., доля ОФЗ составила 94,4%. При этом неожиданно оказалось, что почти половина объема облигаций, переведенных в российскую учетную инфраструктуру (около 640 млрд руб.), принадлежала резидентам, несмотря на то что ранее учитывалась в иностранных депозитариях. В результате доля нерезидентов во владении ОФЗ снизилась с 17,6% по состоянию на 1 ноября 2022 г. до 13,2% на 1 декабря 2022 г. С экономической точки зрения схема владения российскими резидентами ОФЗ через офшоры вряд ли могла быть популярной. Скорее всего, в данном случае имели место сделки по приобретению российскими резидентами ОФЗ у нерезидентов в зарубежных юрисдикциях с их последующей перерегистрацией на счета депо указанных резидентов в российских депозитариях. По данным российских СМИ, данные сделки с ОФЗ не прекращались и после ноября 2022 г.² В результате стоимость ОФЗ у нерезидентов сократилась с 2,2 трлн руб. в ноябре 2022 г. до 1,8 трлн руб. в январе 2023 г., или на 18,9%.

учета прав на российские ценные бумаги после 24 ноября 2022 г.

- 1 Обзор рисков финансовых рынков. Ноябрь – декабрь 2022 г. Информационно-аналитический материал. М.: Банк России, 2023. С. 11. URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43666/ORFR_2022-11.pdf
- 2 Нерезиденты продолжают продавать ОФЗ с дисконтом до 40% и в 2023 г. // Frank Media. 27 января. 2023 г. URL: <https://frankrg.com/110155>

В 2022 г. на рынке государственных еврооблигаций РФ снижение доли и абсолютной стоимости вложений нерезидентов происходило более медленно, чем в случае с рублевыми ОФЗ (рис. 38). Но и здесь, по данным ряда деловых СМИ, на внебиржевом рынке активно совершались сделки по покупке еврооблигаций у нерезидентов из недружественных стран через брокеров из дружественных стран и дочерние офшорные структуры российских финансовых организаций¹. Стоимость вложений нерезидентов в государственные еврооблигации сократилась с 20,0 млрд долл. в 2021 г. до 16,3 млрд долл. в 2022 г., или на 18,5%, в то время как стоимость вложений нерезидентов в ОФЗ за тот же период времени снизилась с 3,1 трлн до 2,0 трлн руб., или на 35,5%. При этом доля нерезидентов в еврооблигациях РФ сократилась с 51,1% в 2021 г. до 45,0% в 2022 г., или на 6,1 п.п., в то время как доля нерезидентов в ОФЗ (в том числе из-за опережающего роста новых вложений в облигации со стороны российских резидентов) снизилась с 19,9 до 11,1%, или на 8,8 п.п.

Возможно, в будущем доля нерезидентов в государственных еврооблигациях может уменьшиться, если Минфин России выпустит замещающие облигации, что пока не случилось. В конце ноября 2022 г. отдельно рассматривался вопрос о возможности обмена еврооблигаций Российской Федерации на облигации федерального займа, однако, по данным СМИ, Минфин России

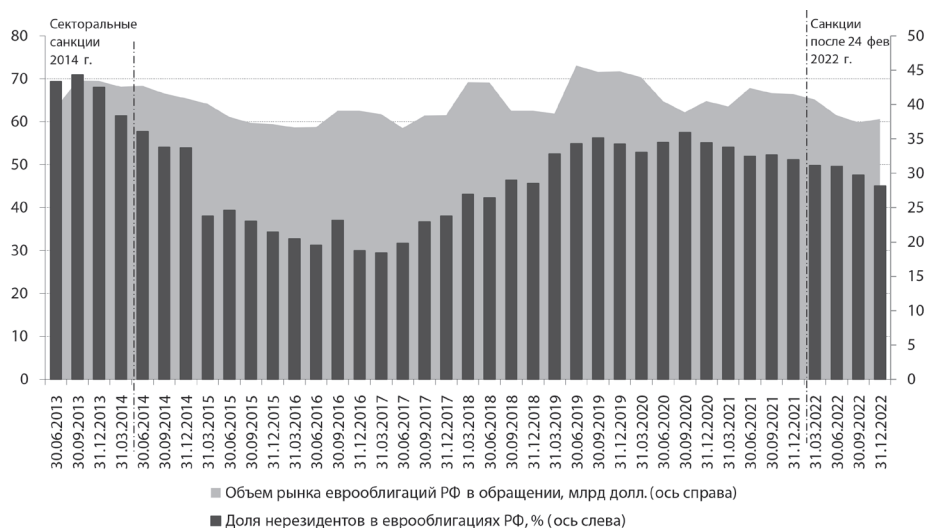


Рис. 38. Доля нерезидентов на рынке государственных еврооблигаций РФ (%) и стоимость находящихся в обращении государственных еврооблигаций РФ (млрд долл.) с июля 2013 г. по декабрь 2022 г.

Источники: Расчеты авторов по данным Банка России и Cbonds.

1 Столяров А. (2023). Российские инвесторы затеяли опасную игру // Эксперт. № 8. 20–26 февраля.

и крупные банки не сумели согласовать вопрос о количественных параметрах данных сделок¹.

В течение длительного периода времени после финансового кризиса, начиная с середины 2000-х годов, Российская Федерация проводила политику опережающего роста заимствований на внутреннем рынке в рублях по сравнению с наращиванием долгов в иностранной валюте (рис. 39). В 2006 г. стоимость внутреннего и стоимость внешнего долга РФ сравнялись и достигли 38 млрд долл. каждого. После этого стоимость внутренних рублевых облигаций (ОФЗ и ГСО) росла быстрее внешних заимствований.

Общая стоимость государственных облигаций РФ выросла с 256 млрд долл. в 2021 г. до 298 млрд долл. в феврале 2023 г., или на 16,4%. При этом стоимость рублевых государственных облигаций выросла с 215 млрд до 260 млрд долл., или на 20,9%, а стоимость выпусков еврооблигаций уменьшилась с 42 млрд до 38 млрд долл., или на 9,5%. В результате общая доля рублевых облигаций в общей стоимости внутреннего и внешнего государственного долга РФ повысилась с 83,8% в 2021 г. до 87,3% в феврале 2023 г.

Учитывая действующий в условиях санкций фактический отказ иностранных финансовых структур принимать от Российской Федерации средства в счет исполнения обязательств по ранее выпущенным государственным еврооблигациям, необходим поиск решений по конвертации указанных выпусков еврооблигаций в иные финансовые инструменты, регулируемые законодательством Российской Федерации.

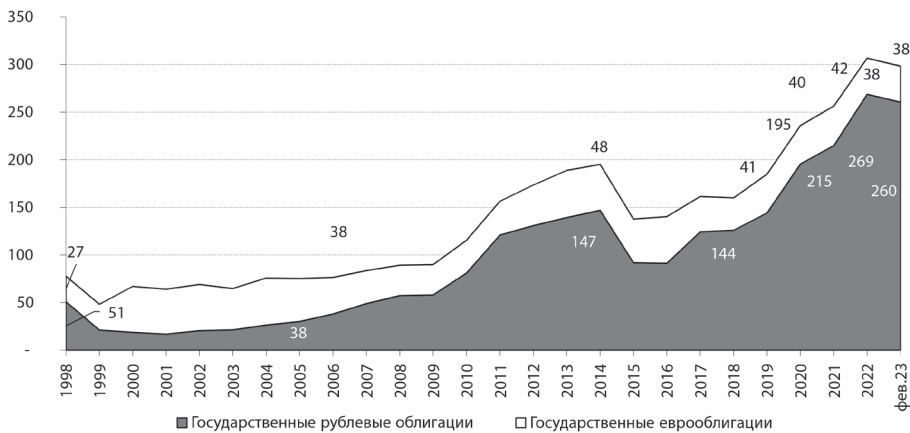


Рис. 39. Объемы государственных внутренних облигаций и еврооблигаций Российской Федерации в обращении в 1998 г. – февраль 2023 г., млрд долл.

Источники: Расчеты авторов по данным Cbonds и Московской биржи.

1 Силуанов: Минфин и банки разошлись в цене обмена евробондов России на ОФЗ // Frank Media. 25 ноября 2022 г. URL: <https://frankrg.com/102778>

Таким образом, в 2022 г., несмотря на санкции и отток внешнего финансирования, внутренний рынок государственных ценных бумаг сохранял стабильность благодаря профициту ликвидности в банковской системе и растущему интересу к вложениям в ОФЗ со стороны внутренних частных инвесторов. Принимаемые гибкие меры по сокращению зависимости рынка ОФЗ от нерезидентов и расчетам с ними в будущем могут способствовать их возврату на внутренний рынок в случае смягчения текущих геополитических проблем. Более высокая неопределенность сохранялась на рынке государственных еврооблигаций РФ, где потенциально может нарастать риск квазидефолтов из-за искусственных сложностей по перечислению денежных средств держателям облигаций. В дополнение к уже принятым мерам по защите интересов российских инвесторов в указанные еврооблигации необходимы и другие меры по уменьшению обязательств Российской Федерации по указанным ценным бумагам.

2.1.7. Срочный и валютный рынки

Экономическое назначение срочного рынка состоит в обеспечении ценообразования инвестиционных активов, а также в предоставлении участникам рынка возможности хеджирования от резкого изменения цен на активы в будущем. Однако нередко срочный рынок, где преобладают частные инвесторы, применяется не для управления рисками, а для целей спекулятивных сделок с использованием более высокого кредитного рычага, чем на спот-рынке.

Вопреки ожиданиям высокая волатильность валютного и финансового рынков в 2022 г. и в первые два месяца 2023 г. не привела к росту стоимости операций на биржевом срочном рынке (рис. 40). Это свидетельствует о том,

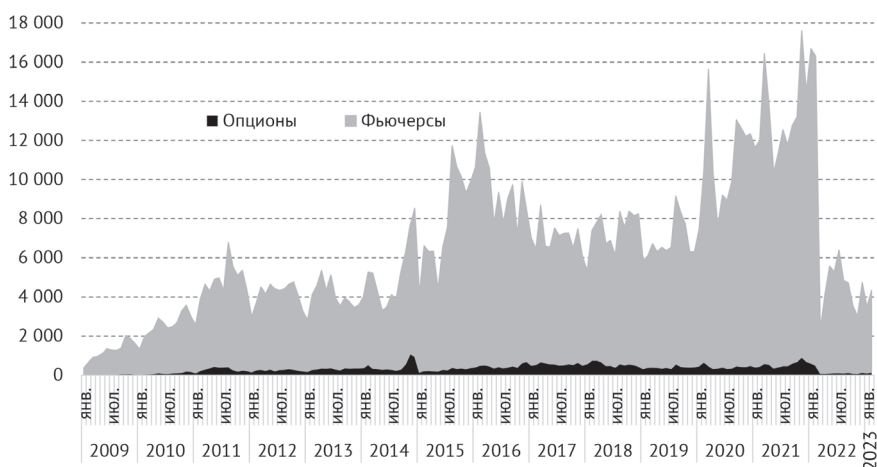


Рис. 40. Стоимость сделок с фьючерсами и опционами на Московской бирже с января 2009 г. по февраль 2023 г., млрд руб.

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи.

что преобладающие на срочном рынке частные инвесторы в большей мере используют его для краткосрочных сделок, чем для хеджирования. Объемы торгов на фьючерсном рынке Московской биржи сократились с 151,8 трлн руб. в 2021 г. до 75,6 трлн руб. в 2022 г., или на 50,2%, объем сделок с опционами снизился с 6,8 трлн до 2,3 трлн руб., или на 66,4%. В январе – феврале 2023 г. по сравнению с аналогичным периодом 2022 г. объемы сделок с фьючерсами и опционами уменьшились на 76,4 и 74,3% соответственно.

Это было вызвано не только снижением базисной стоимости активов, но и уходом со срочного рынка нерезидентов, на которых в 2021 г. приходилось 48% объема торгов, а также падением интереса частных инвесторов к заключению срочных сделок с долларами и евро. По данным Московской биржи доля частных лиц в объемах торгов на срочном рынке повысилась с 43% в 2021 г. до 65,5% в феврале 2023 г.

В 2022 г. основные объемы сделок на фьючерсном рынке приносили традиционные биржевые контракты (рис. 41). Основную роль на фьючерсном рынке Московской биржи играли фьючерсы на валюту, в первую очередь на доллар и евро при быстром росте сделок с альтернативными валютами, прежде всего с юанем. Из-за снижения спроса на доллары и евро в 2022 г. объемы фьючерсов на валюту сократились с 66,7 трлн руб. в 2021 г. до 45,3 трлн руб. в 2022 г., или на 32,1%. Однако данное снижение было меньше, чем падение общего объема фьючерсного рынка, в результате доля валютных фьючерсов

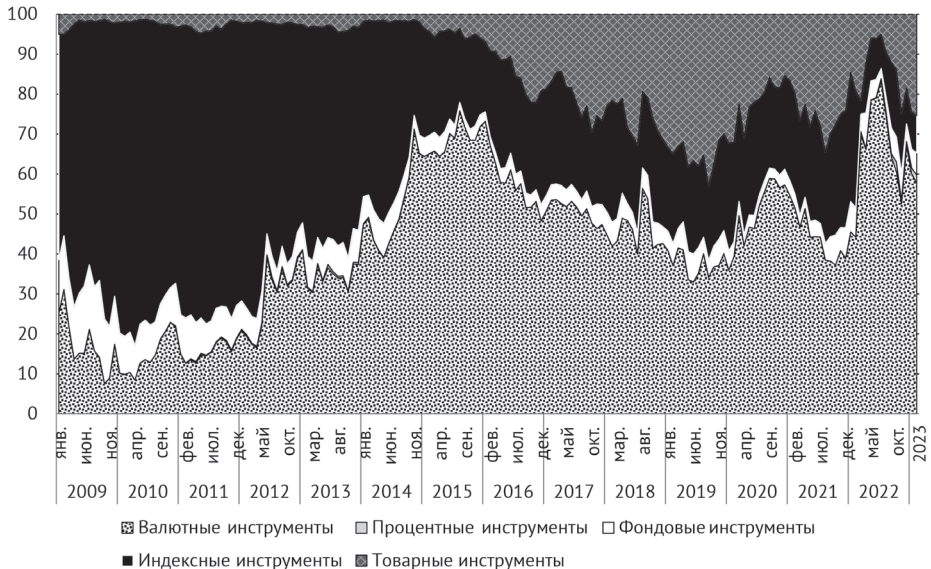


Рис. 41. Структура фьючерсного рынка Московской биржи с января 2009 г. по февраль 2023 г., % от стоимости сделок

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи.

выросла с 38,9% в 2021 г. до 66,9% в 2022 г. В феврале 2023 г. доля фьючерсов на валюту снизилась до 57,8%.

Вторым по значимости сегментом фьючерсного рынка являются контракты на фондовые индексы, прежде всего на индексы РТС и Мосбиржи. Их объем снизился с 38,9 трлн руб. в 2021 г. до 14,8 трлн руб. в 2022 г., или на 62,0%. Доля индексных фьючерсов уменьшилась с 29,4% в 2021 г. до 8,9% в 2022 г., по состоянию на февраль 2023 г. она немного выросла до 9,3%.

Одним из наиболее активно развивающихся секторов фьючерсного рынка на Московской бирже за последние 2 года были фьючерсы на различные товарные активы (нефть марки Brent, природный газ, серебро, золото, пшеница, медь, никель и др.). С уходом нерезидентов в 2022 г. объемы торгов товарными фьючерсами уменьшились с 38,6 трлн руб. в 2021 г. до 10,4 трлн руб. в 2022 г., или на 73,1%; в результате доля товарных фьючерсов упала с 24,0% в 2021 г. до 18,5% в 2022 г. Однако в начале 2023 г. фьючерсы на товарные активы повысили свою популярность у частных инвесторов, в результате их доля на фьючерсном рынке биржи выросла до 25,4%.

Опционный рынок является наиболее рискованным для краткосрочных сделок с участием частных лиц, поэтому, вероятно, он характеризуется относительно более скромными объемами данных сделок на бирже. Наиболее активным сегментом опционного рынка до 2022 г. являлись контракты на индексные инструменты. Их объемы резко сократились с 4,4 трлн руб. в 2021 г. до 1,1 трлн руб. в 2022 г., или на 775,1%; их доля в общем объеме биржевых опционных сделок снизилась с 63,8% в 2021 г. до 31,0% в 2022 г. и 27,4% в феврале 2023 г. (рис. 42). Объемы опционов на валютные инструменты снизились

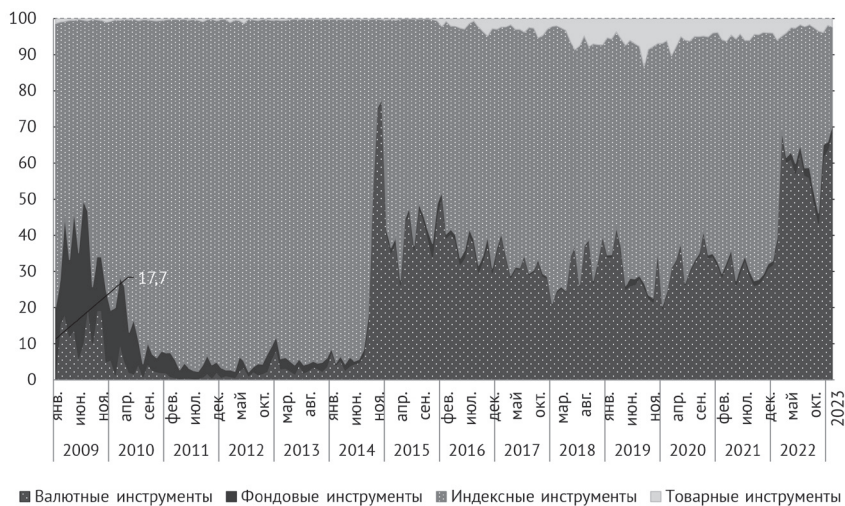


Рис. 42. Структура рынка опционов Московской биржи с января 2009 г. по февраль 2023 г., % от стоимости сделок

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи.

с 2,0 трлн руб. в 2021 г. до 1,1 трлн руб. в 2022 г.; их доля в общем объеме опционных сделок выросла за то же время с 30,8 до 61,7% и 68,4% в феврале 2023 г. Остальные сегменты опционного рынка крайне незначительны.

В 2022 г. снижение роли сделок с долларом и евро на валютном и срочном рынках Московской биржи сопровождалось ростом интереса участников биржевых торгов к альтернативным валютам дружественных стран, прежде всего к китайскому юаню. На спот-рынке доля юаня в объемах валютных торгов выросла с 0,4% в 2021 г. до 41,0% в 2022 г. и 45,5% в феврале 2023 г. (рис. 43). За это же время доля доллара снизилась соответственно с 82,6 до 37,3 и 32,5% Доля евро в расчетах немного повысилась – с 11,8% в 2021 г. до 13,8% в 2022 г. и 16,0% в феврале 2023 г.

Рост спроса инвесторов на юани, помимо их использования во внешнеторговых сделках, подогревался, прежде всего за счет появления новых финансовых продуктов, таких как депозиты в юанях в банках, а также размещением рядом крупных российских компаний облигаций, номинированных в юанях.

На фьючерсном рынке рост объема сделок с юанем с 2022 г. был более умеренным (рис. 44). Однако доля сделок с юанем за 2022 г. выросла с 0% в 2021 г. до 27,5% с последующим снижением до 21,5% в феврале 2023 г. За тот же период времени доля сделок с долларом снизилась с 92,0 до 63,9% с последующим повышением до 72,7% в феврале 2023 г. Доля сделок с евро выросла с 8,0% в 2021 г. до 8,6% в 2022 г., но затем уменьшилась до 5,8% в феврале 2023 г.

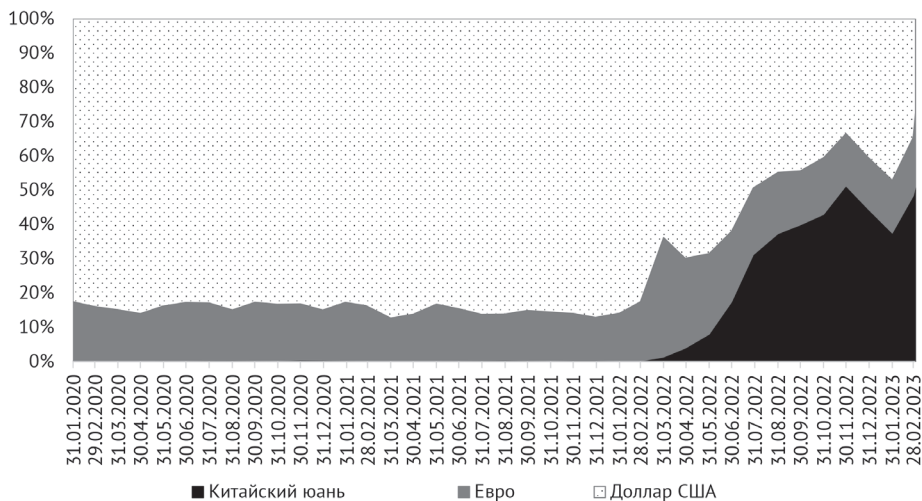


Рис. 43. Структура спот-рынка валютных сделок на Московской бирже с 2020 г. по 3 марта 2023 г., % от стоимости сделок

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи.

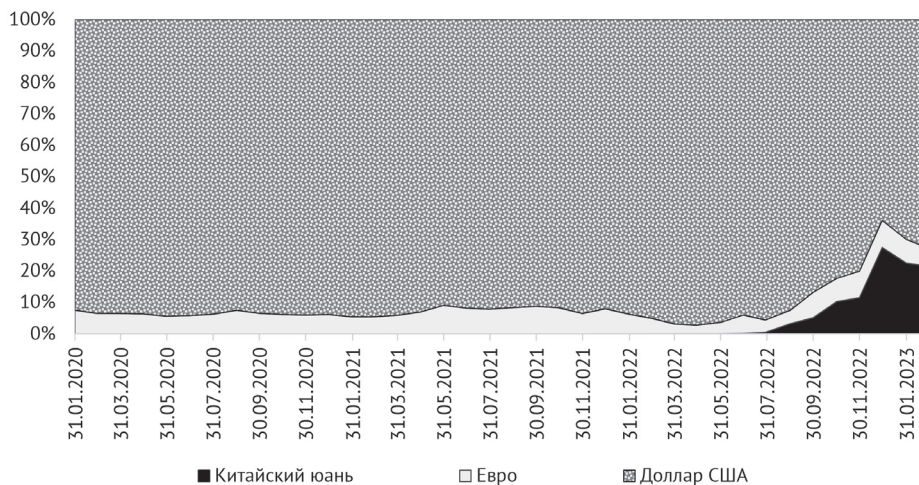


Рис. 44. Структура фьючерсного валютного рынка на Московской бирже с 2020 г. по 3 марта 2023 г., % от стоимости сделок

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи.

2.1.8. Финансовые посредники и биржи

Из-за жестких санкций в отношении ряда крупнейших финансовых структур (Сбербанк, ВТБ, банка «Открытие», Совкомбанк и др.) многие финансовые структуры были вынуждены выделять тот или иной бизнес в самостоятельные структуры. Несмотря на это, количество лицензий на право осуществления дилерской деятельности сократилось с 279 в 2021 г. до 277 в 2022 г., деятельности по доверительному управлению ценными бумагами – со 182 до 179, лишь по брокерской деятельности количество лицензий увеличилось с 251 до 253 (рис. 45).

Сокращение числа лицензий ПУРЦБ на долгосрочном временном горизонте происходит начиная с кризиса 2008 г., отражая общий тренд на повышение устойчивости внутреннего финансового рынка в сочетании со снижением роли фондового рынка в экономике¹. Создание финансового мегарегулятора в сентябре 2013 г. несколько ускорило процесс сокращения действующих лицензий ПУРЦБ, однако основными причинами для аннулирования лицензий, как и до создания мегарегулятора, оставались заявления самих лицензиатов о выходе из бизнеса.

Более серьезной проблемой развития российского фондового рынка является незначительное число новых профучастников, появляющихся на рынке, приход которых призван поддерживать конкуренцию. Существенное замедление прихода новых игроков произошло с 2012 г. Позитивным явлением

¹ Подробнее о снижении роли фондового рынка в экономике см.: *Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И. (2021). Российский фондовый рынок: тенденции, вызовы и ориентиры развития // Вопросы экономики. № 11. С. 5–32.*

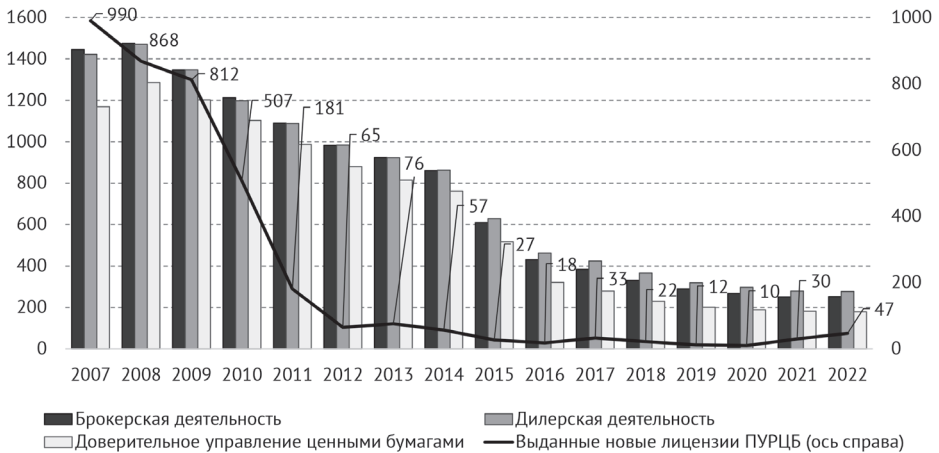


Рис. 45. Число лицензий на осуществление брокерской, дилерской деятельности, деятельности по доверительному управлению ценными бумагами (ось слева) и количество выданных лицензий профессиональных участников рынка ценных бумаг (ось справа) с 2007 по 2022 г.

Источники: Расчеты авторов по данным НАУФОР и реестров Банка России.

в 2021 г. стал некоторый рост количества новых лицензий ПУРЦБ: с 10 в 2020 г. до 30 в 2021 г. В 2022 г. число выданных новых лицензий увеличилось до 47, что во многом было результатом вынужденной реструктуризации крупных компаний под воздействием внешних санкций со стороны недружественных стран.

Концентрация финансовых посредников, использование эффектов масштаба бизнеса является разумной стратегией повышения эффективности их деятельности, в той или иной мере она происходит во многих странах. Однако особенностью российского внутреннего рынка финансовых услуг является наличие существенных административных барьеров для роста независимого финтеха и конкуренции финансовых платформ, работающих на основе открытой архитектуры продаж инвестиционно-финансовых продуктов; доминирование нескольких крупных финансовых экосистем, прежде всего на базе государственных структур, а также осуществление проектной деятельности самим Банком России в сферах, напрямую конкурирующих с частными финансовыми организациями¹. В области финтеха постоянно откладывается введение требований об обязательности для крупных финансовых структур стандарта «open banking» и открытых API адресов, аналогичных Второй платежной директиве Европейского союза 2015 г. (PSD2). Обзор лучших

¹ В утвержденных Банком России в 2021 г. «Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации на 2022 г. и период 2023 и 2024 гг.» мы насчитали упоминания 14 проектов, реализуемых Банком России, которые в той или иной мере конкурируют с финансовыми услугами частных финансовых организаций.

зарубежных практик, при помощи которых регулирующие органы способствуют развитию финтеха для поддержания конкуренции на финансовых рынках, приводится, например, в исследовании Restoy¹. Принятие законодательства о деятельности операторов финансовых платформ (маркетплейсов) привело к установлению искусственно завышенных требований по капиталу операторов подобных платформ и к ограничению на осуществление данной деятельности коммерческими банками, брокерами и управляющими компаниями.

Ситуация, сложившаяся на российском финансовом рынке после 24 февраля 2022 г., показала высокие риски стратегии развития российского финансового рынка, основанной на приоритетном развитии ограниченного числа финансовых экосистем, создаваемых на базе крупнейших государственных банков и компаний. Повышению уровня конкуренции на финансовом рынке могли бы способствовать законодательные меры, стимулирующие конкуренцию инвестиционных платформ; создание условий для реализации частных проектов финтеха; снижение административных барьеров для выхода на рынок новых компаний; введение фидуциарных стандартов продаж инвестиционно-финансовых продуктов²; более полная ориентация значимых инфраструктурных проектов развития на потребности финансовых посредников и их клиентов³.

В 2011 г. была совершена сделка по консолидации бирж ММВБ и РТС, которая позволила ускорить развитие биржевых технологий, сконцентрировать ликвидность на счетах участников торгов в единой расчетной и торговой системе. Однако, наряду с позитивными изменениями, объединение бирж РТС и ММВБ привело к исчезновению конкуренции между биржами, которая ранее служила мощным стимулом развития биржевой деятельности и повышения ее эффективности. В 2020–2021 гг. ускоренное развитие Санкт-Петербургской биржи (СПБ), выступающей организатором торгов с акциями иностранных эмитентов, позволило восстановить биржевую конкуренцию на рынке акций. Однако в 2022 г. бизнес СПБ существенно пострадал из-за поэтапно вводимого регулятором требования об ограничении доступа неквалифицированных инвесторов к сделкам с ценными бумагами иностранных эмитентов.

Доля СПБ на внутреннем спот-рынке акций российских и иностранных эмитентов снизилась с 48,9% в 2021 г. до 34,5% по итогам 2022 г., в том числе до 18,7% в IV квартале 2022 г. (рис. 46). Основное влияние на уменьшение объемов торгов на СПБ оказали санкции, приведшие к блокировке ряда клиентских активов в иностранных депозитариях, а также решение Банка России о поэтапном введении ограничения на совершение сделок с иностранными ценными бумагами для неквалифицированных инвесторов. Несмотря на санкции и ограничения для неквалифицированных инвесторов, СПБ продолжает

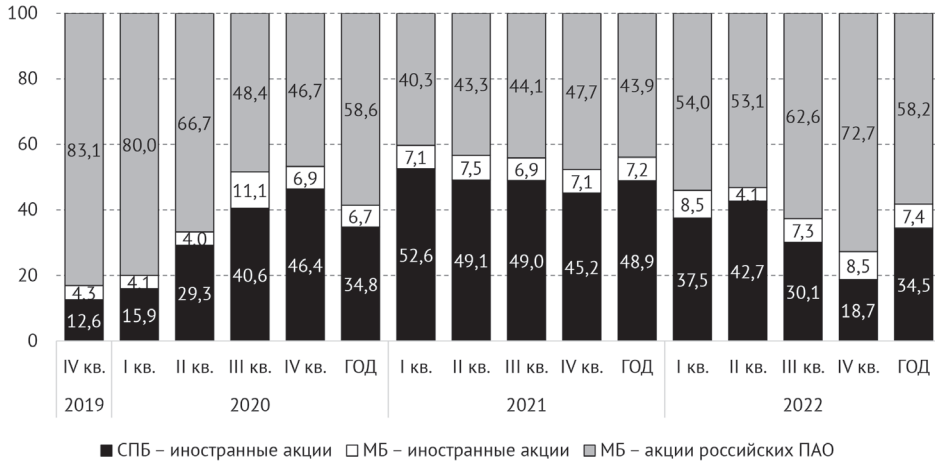
1 Restoy Fernando (2021). Fintech regulation: how to achieve a level playing field. Financial Stability Institute, BIS // Occasional Paper No.17. February.

2 Данные стандарты подразумевают ограничения на конфликт интересов у финансовых посредников при продажах финансовых продуктов клиентам.

3 О развитии инвестиционных платформ и финтеха см.: Абрамов А. (2019). Застолбить платформу // Эксперт. № 44. 28 октября – 3 ноября. С. 64–68.

оказывать доступ к торговле акциями компаний на американских биржах, а также на Гонконгской фондовой бирже.

Московская биржа пыталась реализовать свои преимущества на рынке в качестве универсального организатора торгов разных инвестиционно-финансовых активов. Совокупные объемы биржевых торгов выросли с 1010 трлн руб. в 2021 г. до 1056 трлн руб. в 2022 г., или на 4,5% (рис. 47).



Примечание. Биржевые обороты с акциями включают рыночные сделки и сделки в системе переговорных торгов.

Рис. 46. Доли Московской биржи (МБ) и Санкт-Петербургской биржи (СПБ) в общем объеме биржевых сделок с акциями, %

Источники: Расчеты авторов по данным Всемирной федерации бирж и СПБ.

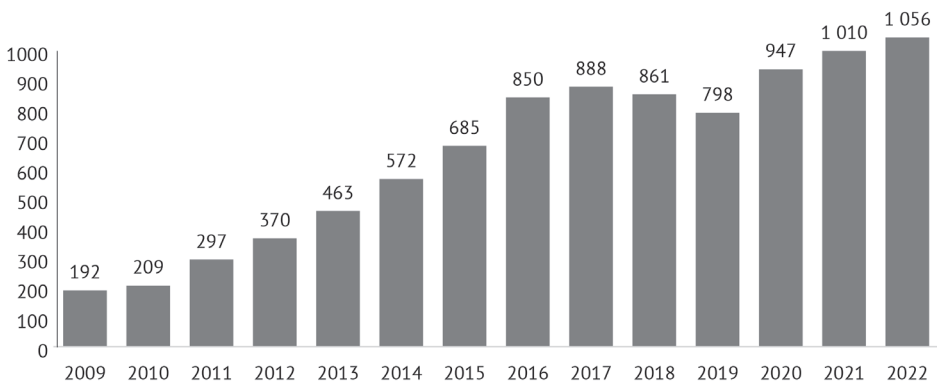


Рис. 47. Общие объемы торгов всеми инструментами на Московской бирже с 2009 по 2022 г., трлн руб.

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи.

Модель универсальной биржи формирует некоторые риски, заключающиеся в снижении рыночных стимулов в развитии тех или иных сегментов деятельности, не приносящих высоких биржевых комиссий. В настоящее время это проявляется в снижении значимости фондового и срочного рынков в общих объемах биржевых оборотов. С 2010 по 2018 г. доля фондового рынка в общем объеме биржевых сделок снизилась с 13,2 до 4,4%, затем она стала медленно повышаться. Однако в 2022 г. указанная доля вновь снизилась до 3,5% по сравнению с 5,2% в 2021 г. (табл. 12).

Основные объемы торгов Московской бирже приносит валютно-денежный рынок, его доля выросла с 78,9% в 2021 г. до 89,1% в 2022 г. Из данного сегмента доля денежного рынка выросла за тот же период с 47,2 до 63,7%, доля валютного рынка, наоборот, снизилась с 31,7 до 25,4%.

На протяжении последних четырех лет – с 2018 по 2021 г. – опережающими темпами на бирже рос срочный рынок, преимущественно за счет рынка производных на валютные активы. Однако в прошедшем году его доля резко снизилась с 15,7% в 2021 г. до 7,4% в 2022 г.

Таблица 12

Структура рынка Московской биржи с 2010 г. по январь 2023 г., %

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Янв.22	Янв.23
Фондовый рынок	13,2	10,3	6,5	5,2	3,6	3,0	2,8	4,0	4,7	5,1	5,8	5,2	3,5	6,1	3,1
В том числе:															
Акции, РДР и паи	8,0	6,6	3,1	1,9	1,8	1,4	1,1	1,0	1,3	1,6	2,5	3,0	1,7	4,8	1,0
Облигации	5,2	3,7	3,4	3,3	1,9	1,6	1,7	3,0	3,5	3,5	3,2	2,2	1,9	1,2	2,1
вторичные торги	3,4	2,9	2,8	2,7	1,5	1,2	1,1	1,2	1,2	1,3	1,2	1,0	0,6	0,8	0,5
рынок размещения	1,8	0,8	0,6	0,6	0,3	0,4	0,6	1,7	2,3	2,2	2,1	1,2	1,2	0,4	1,7
Валютно-денежный рынок	72,0	70,6	80,0	84,3	85,6	83,3	83,6	86,5	86,8	87,0	80,5	78,9	89,1	74,7	92,6
В том числе:															
Денежный рынок	33,9	41,3	48,3	50,7	45,7	38,0	44,8	47,3	46,4	48,4	45,7	47,2	63,7	43,3	72,1
операции РЕПО	31,5	38,3	45,8	47,9	42,0	33,2	40,4	43,1	38,0	39,2	40,7	41,7	51,3	38,3	45,6
кредитный рынок	2,4	3,1	2,5	2,8	3,7	4,8	4,4	4,2	6,3	6,7	5,0	5,5	12,4	5,0	26,5
Валютный рынок	38,1	29,3	31,6	33,7	39,9	45,4	38,8	39,2	40,5	38,6	34,7	31,7	25,4	31,4	20,5
сделки спот	18,0	15,8	16,6	12,4	13,6	15,1	12,6	8,8	10,1	8,4	10,2	9,4	9,5	11,5	6,7
сделки своп	20,1	13,4	15,0	21,3	26,3	30,3	26,2	30,3	30,4	30,2	24,5	22,2	15,9	19,9	13,9
Срочный рынок	14,8	19,1	13,5	10,5	10,7	13,7	13,6	9,5	10,4	10,3	13,7	15,7	7,4	19,2	4,3
ПФИ	0,0	0,0	0,0	0,0003	0,0002	0,001	0,002	0,01	0,1	0,1	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Товарный рынок	0,001	0,003	0,006	0,005	0,003	0,02	0,02	0,01	0,02	0,01	0,01	0,02	0,02	0,01	0,02
Всего	100	100	100	100	100	100	100	100	102	103	100	100	100	100	100

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи.

2.1.9. Инвесторы на внутреннем финансовом рынке

Несмотря на высокую волатильность фондового рынка, общее количество уникальных клиентских счетов у брокеров на Московской бирже выросло с 16,8 млн в 2021 г. до 23,6 млн в январе 2023 г., или на 40,5%. Однако, поскольку большинство указанных счетов не имеют активов, более объективным показателем торговой активности частных инвесторов является количество счетов активных клиентов, которые раз в месяц совершали хотя бы одну биржевую сделку. Количество таких счетов сократилось на Московской бирже с 2,6 млн в 2021 г. до 2,3 млн в январе 2023 г., или на 11,5%, на Санкт-Петербургской бирже (СПБ) – с 0,8 млн до 0,2 млн, или на 75,0% (рис. 48).

В 2022 г. – январе 2023 г. существенно замедлился рост индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС). Количество данных счетов выросло с 4,8 млн в декабре 2021 г. до 5,2 млн в январе 2023 г., или на 8,3%. Однако рост количества ИИС в 2022 г. был существенно ниже по сравнению с 37,1% в 2021 г. Причиной данного замедления стало повышение уровня правовой неопределенности действующих ИИС 1-го и 2-го уровней. Согласно проекту Федерального закона «О внесении изменения в статью 10.2-1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», разработанному Минфином России и опубликованному для общественного обсуждения¹, планируется создать новый тип индивидуальных инвестиционных счетов – ИИС третьего типа, который должен в итоге заменить действующие ИИС.

Данные о количестве регистрируемых биржами брокерских счетов не отражают реальной картины о масштабе вовлеченности населения в сделки на фондовом рынке. Основная масса брокерских счетов, открытых гражданами,

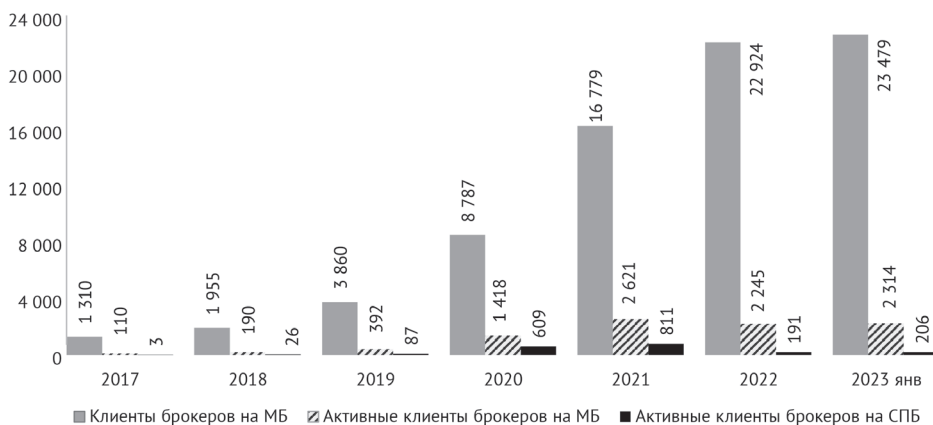


Рис. 48. Количество счетов зарегистрированных и активных клиентов брокеров на российских биржах с 2017 г. по январь 2023 г., тыс. счетов

Источники: Расчеты авторов по данным МП и СПБ.

1 URL: <https://regulation.gov.ru/projects#npa=136735>

являются пустыми или хранят активы в размере, недостаточном для безопасного инвестирования.

По данным Банка России¹, стоимость активов на брокерских счетах частных инвесторов уменьшилась с 8,3 трлн руб. в 2021 г. до 6,0 трлн руб. в 2022 г., а количество уникальных клиентов брокеров, раскрываемое Московской биржей, за тот же период времени выросло с 16,8 млн до 22,9 млн (табл. 13).

Таблица 13

Данные о распределении количества частных инвесторов и стоимости клиентских активов в зависимости от стоимости активов на брокерском счете в 2021–2022 гг.

	Количество клиентов				Объем портфеля			
	2021 г.		2022 г.		2021 г.		2022 г.	
	млн человек*	%	млн человек*	%	трлн руб.	%	трлн руб.	%
1. От 1 млн руб. и выше	0,5	3,0	0,4	1,8	7,6	91,1	5,3	87,6
2. От 100 тыс. руб. и выше	1,7	9,9	1,6	6,9	8,2	99,1	5,9	98,5
3. До 100 тыс. руб.	4,5	26,8	6,3	27,4	0,1	0,9	0,1	1,5
4. Пустые счета	10,6	63,3	15,1	65,7	0	0	0	0
5. Итого (сумма строк 2–4)	16,8	100,0	22,9	100,0	8,3	100,0	6,0	100,0

* Количество уникальных счетов клиентов брокеров у брокеров на Московской бирже.

Источник: Банк России.

Из общего числа владельцев брокерских счетов в 2021 г. 10,6 млн человек (63,3%) не имели никаких активов на своих счетах, а в 2022 г. количество таких клиентов выросло до 15,1 млн человек, что составляет 65,7%. По нашим оценкам, для построения самого простого диверсифицированного портфеля частному инвестору необходимо иметь не менее 100 тыс. руб. на счете². В 2021 г. количество частных инвесторов, обладающих инвестиционным потенциалом (со стоимостью активов на счете от 100 тыс. руб. и выше), составляло всего 1,7 млн человек, или 9,9% от общего числа владельцев брокерских счетов. В 2022 г. количество указанных инвесторов сократилось до 1,6 млн человек, их доля снизилась до 6,9%.

Количество частных инвесторов, не имеющих возможности полноценной диверсификации вложений (со стоимостью активов на счетах до 100 тыс. руб.), с наиболее высокой вероятностью обреченных на получение доходности по индивидуальным портфелям ниже рыночного уровня, достигало

1 URL: https://www.cbr.ru/securities_market/analytics/

2 Согласно исследованию Банка России (2022), из-за невозможности полноценной диверсификации портфелей клиентов брокеров с активами от 10 до 100 тыс. руб. по данной группе инвесторов наблюдалась наихудшая среди разных групп инвесторов отрицательная доходность индивидуальных портфелей в первом полугодии 2022 г. См.: Портрет клиента брокера. Первое полугодие 2022 г. М.: Банк России. С. 14. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/143859/Portrait_client_brok.PDF

Таблица 14

**Структура финансовых активов домашних хозяйств
с 2017 по 2022 г., %**

	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.	Январь 2023 г.
Наличные средства	24,8	25,5	23,5	26,3	24,3	25,4	25,7
Депозиты и средства на счетах эскроу	57,9	56,4	56,4	52,9	52,5	53,8	53,2
Акции	3,8	3,6	4,4	5,3	6,8	6,0	6,2
Облигации	1,5	2,4	3,0	3,3	4,0	3,3	3,2
Инвестиционные фонды	2,4	2,8	3,0	3,4	4,1	3,8	3,9
Пенсионные и страховые резервы	9,6	9,4	9,7	8,8	8,3	7,7	7,8
Финансовые активы, всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Источник: Расчеты авторов по данным Банка России.

4,5 млн человек в 2021 г. и 6,3 млн человек в 2022 г., т.е. за год их количество выросло на 40,0%. Недостаточное внимание регуляторов к данному риску в перспективе может привести к существенным потерям частных инвесторов на фондовом рынке и к снижению их доверия к инвестициям в рискованные активы.

С точки зрения структуры финансовых активов поведение домашних хозяйств в 2022 г. оказалось рациональным и заранее прогнозируемым, в период повышенной волатильности финансовых рынков и неопределенности население направило основную долю финансовых активов в наличную валюту и банковские депозиты¹. Как следует из данных *табл. 14*, запасы наличных денежных средств на руках у граждан увеличились с 19,1 трлн руб. в 2021 г. до 22,1 трлн руб. в январе 2023 г., стоимость депозитов в банках выросла с 41,3 трлн до 45,8 трлн руб. Доля вложений в наличные и банковские депозиты, включая средства на счетах эскроу, в стоимости финансовых активов домашних хозяйств выросла с 76,8% в 2021 г. до 78,9% в январе 2023 г.

В абсолютном выражении вложения домашних хозяйств в акции с 2021 г. по январь 2023 г. сохранялись в размере примерно 5,3 трлн руб., однако их доля в финансовых активах уменьшилась с 6,8 до 6,2%. Стоимость облигаций у населения сократилась с 3,1 трлн руб. в 2021 г. до 2,8 трлн руб. в январе 2023 г., их доля в активах также уменьшилась с 4,0 до 3,2%. Стоимость накоплений в коллективных инвестициях (инвестиционных фондах, пенсионных и страховых резервах) за рассматриваемый период немного выросла, а доля в финансовых активах сократилась с 4,1 до 3,9% по инвестиционным фондам и с 8,3 до 7,8% по пенсионным фондам и страховым организациям.

1 Переориентация домашних хозяйств в пользу более краткосрочных вложений после 24 февраля 2022 г. отчетливо проявлялась в статистике рублевых банковских депозитов. По данным Банка России, в общей стоимости рублевых банковских депозитов населения доля депозитов на срок от 91 дня до 181 дней выросла с 8,7% в декабре 2021 г. до 29,4% в январе 2023 г., а депозитов на срок свыше одного года – уменьшилась с 26,9 до 13,6%.

Таким образом, сводный портфель финансовых активов домашних хозяйств как до, так и после 2022 г. оставался подчеркнуто консервативным, ориентированным в большей мере на сохранение стоимости, а не на получение дополнительного дохода от инвестиций в рискованные активы. Это говорит о недостаточном уровне доверия граждан к фондовому рынку, которое еще более усилилось в 2022 г. и в первых месяцах 2023 г.

С заморозкой в 2022 г. вложений нерезидентов в ценные бумаги российских эмитентов и недостаточным уровнем развития внутренних институциональных инвесторов основной движущей силой, поддерживающей биржевую ликвидность акций и облигаций, стали частные инвесторы. Доля нерезидентов в рыночных сделках с акциями на Московской бирже снизилась с 48,5% в 2021 г. до 0 в 2022 г., и, наоборот, доля частных инвесторов за то же время повысилась с 38,5 до 76,0% (рис. 49). Также выросла доля организаций-резидентов, прежде всего, небанковских финансовых организаций (с 13,0% в 2021 г. до 24,0% в 2022 г.). В феврале 2023 г. доля частных инвесторов достигла 81,0%

По рынку корпоративных облигаций Банк России пока не опубликовал статистику за 2022 г. В 2021 г. доля частных инвесторов в структуре основных владельцев корпоративных облигаций составляла лишь 5% (рис. 50).

В структуре объемов биржевых сделок на Московской бирже с ОФЗ доля частных инвесторов является небольшой, однако она заметно выросла – с 5,6% в 2021 г. до 12,9% в октябре 2022 г. (рис. 51). Частные лица все больше рассматривают вложения в государственные ценные бумаги как наиболее привлекательную альтернативу по сравнению с депозитами и акциями. Доля

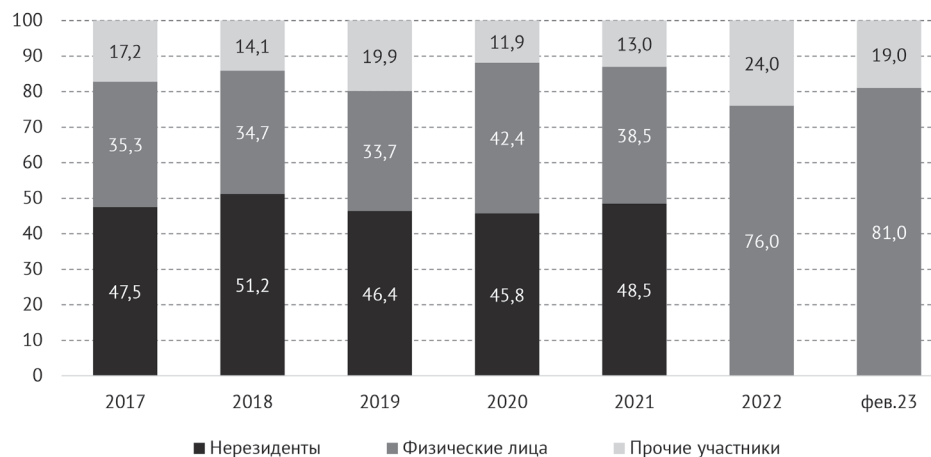
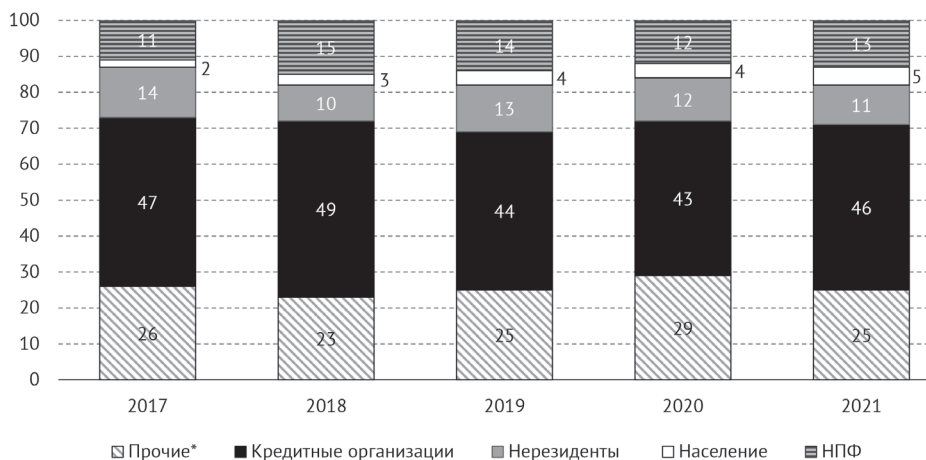


Рис. 49. Структура инвесторов в режиме вторичных торгов акциями на Московской бирже с 2017 г. по февраль 2023 г., %

Источники: Составлено авторами по статистическим данным к Обзору финансовой стабильности Банка России и Московской биржи.



* Государственный сектор, небанковские финансовые организации, страховщики, инвестиционные фонды и другие организации-резиденты.

Рис. 50. Структура владельцев корпоративных облигаций в 2017–2021 гг., %

Источник: Расчеты авторов по данным Обзора российского финансового сектора и финансовых инструментов за 2021 г. Банка России.

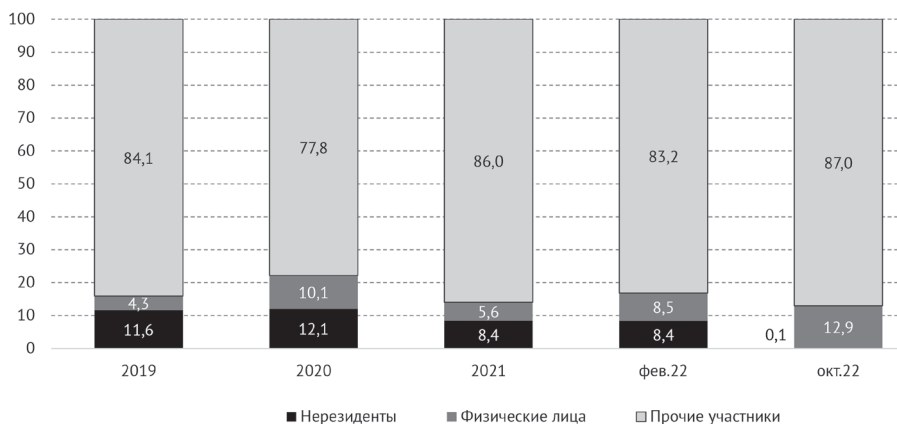


Рис. 51. Структура инвесторов в режиме вторичных торгов ОФЗ на Московской бирже с 2019 г. по октябрь 2022 г., %

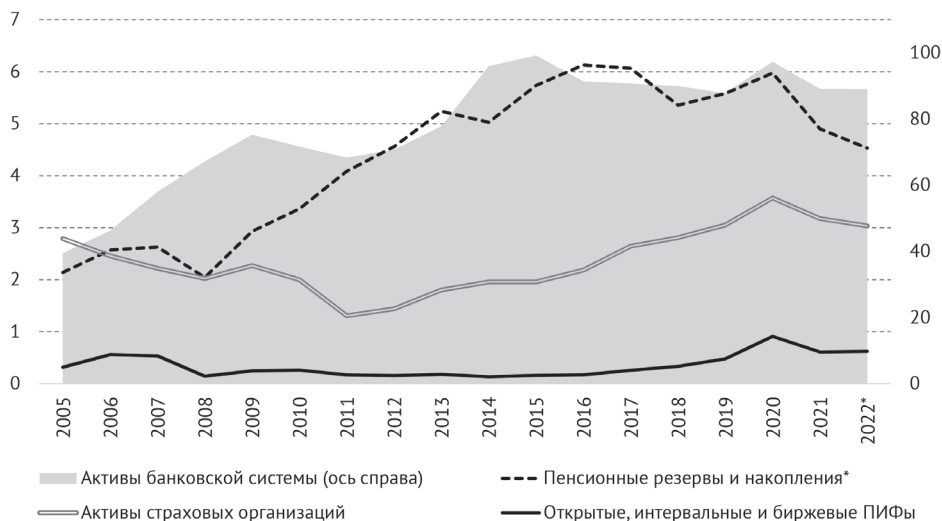
Источники: Составлено авторами по статистическим данным к Обзору финансовой стабильности Банка России и Московской биржи

нерезидентов в биржевых сделках с ОФЗ за рассматриваемый период времени уменьшилась с 8,4 до 0,1%, доля прочих участников, прежде всего банков и других финансовых компаний, незначительно выросла – с 86,0 до 87,0%.

В 2022 г., несмотря на санкции и финансовый кризис в мире, стоимость активов финансовых организаций относительно ВВП осталась практически без изменений на уровне 97,2% по сравнению с 97,8% в 2021 г. (рис. 52). Помимо рыночных факторов, этому способствовали послабления в регулировании финансовых организаций со стороны банка России, позволявшие сохранять оценку стоимости ряда финансовых активов на их балансах на условиях, действовавших до 24 февраля 2022 г. (см. раздел 2.1.2).

Практически не изменилась за год относительная стоимость активов открытых, интервальных и биржевых паевых инвестиционных фондов (ПИФов) в размере 0,6% ВВП в 2021 и 2022 гг., а также активов банков на уровне 89,1% ВВП в 2021 г. и 89,0% ВВП в 2022 г. Стоимость пенсионных накоплений и пенсионных резервов снизилась с 4,9% ВВП в 2021 г. до 4,5% ВВП в сентябре 2022 г., что во многом связано с продолжавшимся мораторием на обязательные пенсионные накопления. Активы страховых организаций уменьшились с 3,2 до 3,0%. В начале 2023 г. финансовые регуляторы приступили к разработке новой системы добровольных пенсионных сбережений, которая должна прийти на смену действующей системе обязательных пенсионных накоплений.

Основным достижением в сфере коллективных инвестиций в 2022 г. является то, что в целом данный сегмент рынка сохранил финансовую стабильность и доверие со стороны нескольких миллионов частных инвесторов, даже



* Данные по пенсионным резервам и накоплениям приводятся в расчете на 1 октября 2022 г.

Рис. 52. Доля активов банков, пенсионных резервов и накоплений, активов страховых организаций и стоимости чистых активов открытых, интервальных и биржевых ПИФов в России с 2005 по 2022 г., % ВВП

Источники: Расчеты авторов по данным Банка России, ПФР и Росстата.



Рис. 53. Стоимость чистых активов открытых и биржевых ПИФов с 2013 г. по февраль 2023 г., млрд руб.

Источник: Расчеты авторов по данным Investfunds.ru, включая стоимость фондов с заблокированными активами.

несмотря на то что часть финансовых активов открытых и биржевых ПИФов оказались заблокированными в иностранных юрисдикциях.

В 2022 г. общая стоимость чистых активов открытых и биржевых ПИФов без учета данных о фондах с заблокированными активами, по оценкам Банка России¹, составляла 722,7 млрд руб., в то время как ресурс Investfunds.ru показывал общую стоимость чистых активов данных фондов, включая фонды, приостановившие свою деятельность, в размере 919,4 млрд руб. (рис. 53). Таким образом, согласно данным Investfunds.ru², разница указанных двух оценок показывает стоимость активов открытых и биржевых фондов, приостановивших свою деятельность из-за санкций, составляющую 196,7 млрд руб., или 21,4% от стоимости активов открытых и биржевых ПИФов.

В 2022 г. прервался 7-летний период, длившийся с 2015 г., когда под влиянием роста доходности ценных бумаг российских и иностранных эмитентов и снижающейся доходности банковских депозитов средства частных инвесторов стабильно прибывали в открытые ПИФы (рис. 54). Если в 2021 г. в указанные фонды поступило 330 млрд руб. новых средств частных инвесторов, то в 2022 г. был зафиксирован их отток на сумму 36 млрд руб. В январе – феврале 2023 г. чистый отток средств из открытых ПИФов сократился до 3 млрд руб.

Поведение частных инвесторов в ПИФах часто носит проциклический характер: падение базисных фондовых индексов вызывает распродажи паев фондов, а при росте индексов в фонды приходят новые средства инвесторов. Тем самым частные инвесторы усиливают волатильность цен акций

1 URL: https://www.cbr.ru/statistics/RSCI/activity_uk_if/stat_pif_aif/

2 Данные расчеты не учитывают стоимости активов иностранных ETFs под управлением компании FinEx в сумме 100 млрд руб. по состоянию на 2021 г., вложения российских инвесторов в которые заблокированы на счетах в Евроклире.



Примечание. Стоимость чистых активов ОПИФов в январе – ноябре 2022 г. включает стоимость ПИФов с заблокированными активами. СЧА ОПИФов без заблокированных активов составляет 515,2 млрд руб.

Рис. 54. Стоимость чистых активов открытых ПИФов и чистый денежный поток инвесторов в данные фонды с 2013 г. по февраль 2023 г., млрд руб.

Источник: Расчеты авторов по данным Investfunds.ru.

и облигаций. Стремительный рост индекса РТС во время восстановления от пандемии коронавируса с апреля 2020 г. по октябрь 2021 г. вызвал значительный приток средств частных инвесторов в открытые ПИФы акций (*рис. 55*). Резкое падение индекса в январе – феврале 2022 г. на фоне обострения геополитических рисков и роста ключевой ставки в итоге привело к оттоку средств из фондов акций. При этом в 2022 г. поведение пайщиков перестало быть проциклическим, временный рост фондового индекса, как правило, не приводил к прекращению оттока средств из ПИФов акций.

Существенное влияние на потоки денежных средств инвесторов открытых ПИФов облигаций оказывают среднесрочные ставки депозитов в банках. Снижение указанных ставок стимулирует приток средств в фонды облигаций, и, наоборот, повышение ставок провоцирует отток средств инвесторов (*рис. 56*). Во второй половине 2022 г. данная особенность в поведении пайщиков ПИФов облигаций была нарушена, снижение депозитных ставок в банках в данный период времени сопровождалось существенным оттоком средств из фондов облигаций. Вероятно, это было вызвано разочарованием частных инвесторов результатами работы данных ПИФов.

В 2022 г. на рынке коллективных инвестиций наблюдалась интересная аномалия в поведении частных инвесторов. Обычно данная категория инвесторов плохо угадывает моменты входа в инвестиционные фонды и выхода из них, т.е. приобретают паи ПИФов, когда их активы стоят дорого, и погашают паи при падении стоимости портфелей фондов. Это ведет к тому, что, как правило, доходность самих ПИФов превышает доходность вложений в паи этих фондов непосредственно инвесторов. Например, по нашим расчетам на

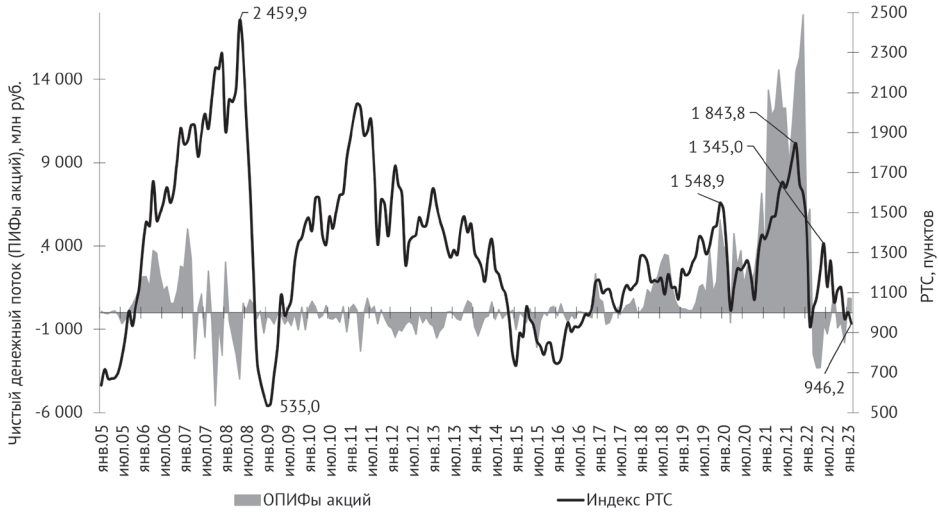


Рис. 55. Ежемесячные чистые денежные потоки средств инвесторов в открытые ПИФы (ОПИФ) акций (млрд руб.) (ось слева) и индекс РТС (пунктов) (ось справа) с января 2005 г. по февраль 2023 г.

Источники: Расчеты авторов по данным Investfunds.ru и Московской биржи.

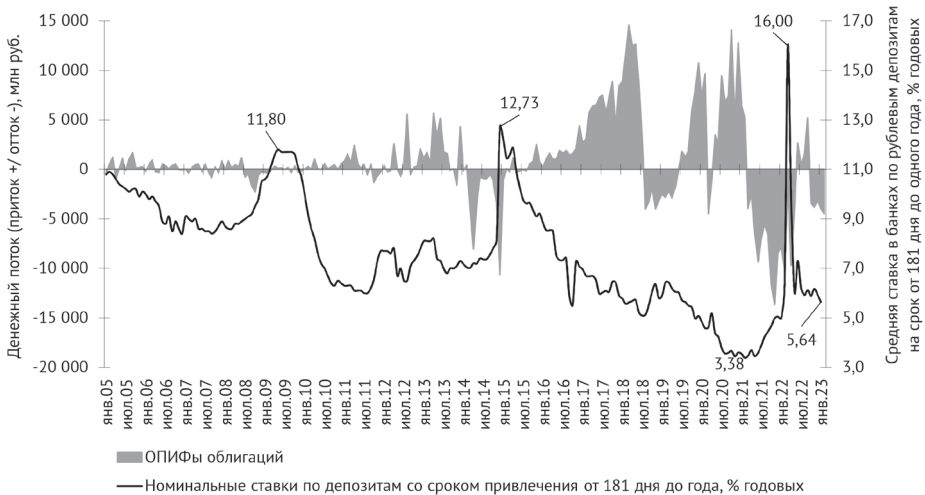


Рис. 56. Ежемесячные чистые денежные потоки средств инвесторов в открытые ПИФы (ОПИФ) облигаций и ставка банковских депозитов со сроком привлечения от 181 дня до одного года с января 2005 г. по февраль 2023 г.

Источники: Расчеты авторов по данным Investfunds.ru и Московской биржи.

основании данных ресурса Investfunds.ru, за период 2020–2022 гг. среднегодовая доходность открытых ПИФов составляла -0,1% годовых и биржевых ПИФов 3,9%. За тот же период времени средняя доходность вложений частных инвесторов в паи данных открытых ПИФов была лишь -3,28% годовых, а в паи тех же биржевых фондов -1,38%. В 2022 г. наблюдалась совсем другая ситуация: средняя доходность открытых ПИФов составляла -15,67%, в то время как вложения пайщиков в те же фонды показали меньшую отрицательную доходность – в размере -14,84%, по портфелям биржевых ПИФов и вложениям в их паи частных инвесторов показатели соответственно были равны -13,04% и -9,85%. Особенно наглядно данная тенденция проявлялась в биржевых и открытых ПИФах драгметаллов: при средней доходности биржевых ПИФов данной категории в размере 7,08% доходность вложений пайщиков достигла 39,78% годовых, у открытых ПИФов драгметаллов аналогичные значения составили 0,98% и 16,59%.

Выявленная закономерность показывает, что в сложном из-за санкций и спадов на глобальных финансовых рынках 2022 г. частные инвесторы открытых и биржевых ПИФов проявляли повышенную осмотрительность в выборе моментов входа-выхода из фондов, что позволило им существенно сократить убытки от вложений по сравнению с доходностью самих фондов, а в ряде случаев заработать и высокую доходность. Данный пример показывает высокую значимость прозрачности информации о работе фондов, наличия профессиональной аналитики и грамотных инвестиционных советов.

Как показывают данные опросов частных инвесторов Банка России¹, данная категория инвесторов, в которой преобладают недостаточно диверсифицированные индивидуальные портфели, все еще слабо пользуется возможностями коллективных инвестиций. Согласно обзору о портрете клиента брокера в первом полугодии 2022 г., 70% мужчин и 64% женщин не инвестируют в паевые инвестиционные фонды (ПИФы) и иностранные биржевые фонды (ETFs). Основными препятствиями для более активного использования инвестиционных фондов на внутреннем рынке являются высокие издержки фондов для инвесторов, устаревшая практика продаж паев ПИФов, предполагающая продажу крупными банками своим клиентам исключительно фондов собственного производства, недостаточный уровень прозрачности информации о ПИФах для общественности, а также аналитики, доступной частным инвесторам. Существенный урон доверию частных инвесторов к инвестиционным фондам в 2022 г. нанесла блокировка иностранных активов в портфелях ПИФов и ETFs, приведшая к остановке деятельности ряда фондов и замораживанию вложений их инвесторов.

Например, за период 2012–2022 гг. средние относительные издержки инвесторов в открытых ПИФах не только не снизились, но даже и выросли – по ПИФам акций с 4,6% в 2012 г. до 4,7% от среднегодовой стоимости чистых активов указанных фондов, по ПИФам облигаций и денежного рынка – с 2,6 до 3,0%, по фондам смешанных инвестиций – с 4,5 до 5,1% (табл. 15). Издержки биржевых индексных ПИФов аналогичных категорий в 2022 г. были

¹ URL: https://www.cbr.ru/analytics/rcb/cl_broker/

в несколько раз ниже, однако и они существенно превышают издержки аналогичных фондов на глобальном финансовом рынке.

Таблица 15

Средний размер общих расходов по управлению открытыми и биржевыми паевыми инвестиционными фондами относительно среднегодовой стоимости их чистых активов в 2012–2022 гг., %

	2012 г.	2022 г.	Изменение, %
Открытые ПИФы:			
акций	4,6	4,7	2,2
облигаций и денежного рынка	2,6	3,0	15,4
смешанных инвестиций	4,5	5,1	13,3
Биржевые ПИФы:			
акций		1,1	
облигаций и денежного рынка		0,9	
смешанных инвестиций		1,3	

Источник: Расчеты авторов.

* * *

Основным достижением финансового рынка в 2022 г. является то, что в условиях повышенной волатильности инвестиционных активов и изоляции из-за санкций от финансовых рынков развитых стран он сохранил стабильность и доверие со стороны внутренних инвесторов. Все финансовые инструменты на биржевом рынке обращаются в штатном режиме, серьезных банкротств корпоративных и региональных эмитентов облигаций не произошло. Количество частных инвесторов, приходящих на рынок, продолжает устойчиво расти. Вовлечение на фондовый рынок значительных по объемам сбережений домашних хозяйств в наличной валюте и депозитах, достигающих почти 80% от общей стоимости их финансовых активов, может стать одним из драйверов восстановления и последующего роста внутреннего рынка акций и облигаций.

К основным проблемам внутреннего финансового рынка можно отнести следующее.

Блокировка существенных финансовых активов государства, бизнеса и частных инвесторов в иностранных финансовых организациях, необходимость более активной переориентации российских участников финансового рынка на финансовые рынки дружественных стран.

За год, прошедший после резкого снижения стоимости индексов рынка акций с 24 февраля 2022 г., цены акций крупнейших компаний практически не показали тенденции к их восстановлению. В условиях ухода с рынка нерезидентов определенную поддержку рынку акций оказали ресурсы частных инвесторов, на которые в феврале 2023 г. приходилось более 80% объема сделок на биржевом рынке акций Мосбиржи. Однако только средств частных

инвесторов может оказаться недостаточно для восстановления внутреннего рынка акций. Для поиска новых драйверов роста стоимости акций российских эмитентов за счет привлечения средств банков и институтов развития, внутренних институциональных инвесторов и нерезидентов из дружественных стран необходима ясная государственная стратегия восстановления внутреннего рынка капитала.

Повышению привлекательности внутреннего рынка акций в глазах инвесторов мог бы помочь массовый выход на рынок публичных размещений новых компаний из технологического сектора, бывших иностранных компаний, перешедших в 2022 г. в руки российских владельцев, и эмитентов из других секторов экономики. Однако для этого необходимы меры государственной поддержки фондового рынка, ускоренное развитие фондов альтернативных инвестиций и формирование благоприятных условий и стимулов для привлечения инвестиций за счет долгосрочных сбережений граждан.

Снижение прозрачности информации о состоянии экономики, бюджета и деятельности эмитентов ценных бумаг в связи с санкциями является существенным препятствием для принятия информированных решений инвесторами. Здесь необходим более тщательный подход к составу ограничений в раскрытии финансовой отчетности и существенной информации о корпоративных событиях эмитентами, а также поддержка российских информационных ресурсов и платформ, оказывающих услуги в области раскрытия информации.

На рынке облигаций наиболее существенными проблемами являются их низкая ликвидность и повышенная доходность к погашению по государственным и отчасти корпоративным облигациям. На рынке сохраняются проинфляционные ожидания его участников. Ограниченными возможностями размещения облигаций обладают малые и средние компании, эмитенты с умеренно низким рейтингом кредитоспособности.

Сохраняются проблемы недостаточной конкуренции между финансовыми организациями. Это проявляется в высоких тарифах на оказание финансовых услуг и осуществление межбанковских переводов, в ограниченном притоке новых компаний на финансовый рынок, в слабости роли независимого от банков финтеха в оказании финансовых услуг населению.

Серьезную поддержку фондовому рынку продолжали оказывать частные инвесторы. Однако они сталкиваются с рисками низкой диверсификации индивидуальных портфелей, непрозрачности эмитентов ценных бумаг, высоких издержек на оплату услуг посредников, с отсутствием возможностей приобретения финансовых продуктов разных поставщиков на условиях открытой архитектуры продаж.

Диверсификация индивидуальных портфелей частных инвесторов может быть улучшена за счет повышения доступности и инвестиционной привлекательности инструментов коллективных инвестиций, таких как открытые и биржевые ПИФы. Доходность данных инвестиций может быть повышена за счет более активного применения стратегий факторного и отраслевого инвестирования, а также снижения издержек по управлению фондами. Несмотря

на ряд предложений на перспективу, объявленных финансовыми регуляторами, неопределенными остаются проблемы будущих механизмов долгосрочных сбережений граждан, корпоративных и индивидуальных пенсионных планов.

В 2022 г. Банком России были утверждены «Основные направления развития финансового рынка РФ на 2023 г. и период 2024 и 2025 гг.», Министерство финансов продолжило работать над проектом «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации до 2030 г.». Данными документами определены 5 основных направлений развития финансового рынка, включая: создание условий для усиления его роли в финансировании трансформации российской экономики; защита прав потребителей финансовых услуг и инвесторов и повышение доступности финансовых услуг для граждан и бизнеса; трансформация внешнеэкономических платежей и расчетов; цифровизация финансового рынка и развитие платежной инфраструктуры; обеспечение финансовой стабильности. Как показали обсуждения данных документов, они нуждаются в дальнейшем совершенствовании, прежде всего в вопросах об обеспечении конкуренции на рынке финансовых услуг, о поддержании необходимого уровня прозрачности информации о эмитентах и ценных бумагах для инвесторов, а также о принятии системных мер по созданию условий для долгосрочных сбережений граждан.

2.2. Рынок муниципальных и субфедеральных заимствований¹

По данным Минфина России, на фоне ухудшения экономической динамики консолидированный долг субъектов Российской Федерации и муниципальных образований на 1 января 2023 г. составил 3,16 трлн руб., или 2,09% ВВП. При увеличении в номинальном выражении на 312,1 млрд руб. в реальном выражении он сократился на 3,4%, уменьшившись по отношению к ВВП на 0,9%. На 1 января 2022 г. его размер составлял 2,85 трлн руб., или 2,18% ВВП.

Объем накопленного долга субъектов Российской Федерации составил на начало 2023 г. 2,79 трлн руб., при этом доля бюджетных кредитов в общем объеме накопленного долга росла опережающими темпами, увеличившись с 55,4 до 71,0%.

Соответственно, сократилась доля рыночных заимствований: доля накопленных заимствований в форме долговых ценных бумаг в общем объеме накопленного долга снизилась с 32,3 до 23,4%, в форме банковских кредитов – с 10,4 до 4,5%

Объем накопленного долга муниципальных образований, сократившись в номинальном выражении на 2,1 млрд руб., составил 374,6 млрд руб. (табл. 16). При этом доля задолженности муниципалитетов у вышестоящих бюджетов в общем объеме долга выросла почти вдвое, увеличившись с 35,1 до 65,0%, с сокращением доли банковских кредитов почти вдвое – с 58,4 до 30,2% и в форме ценных бумаг – с 5,3 до 3,7%.

¹ Автор: *Шадрин А.Е.*, директор Института социально-экономического проектирования НИУ ВШЭ.

Объем и структура государственного долга субъектов Российской Федерации и долга муниципальных образований на 1 января 2022 и 2023 гг.

Виды долговых обязательств	Объем государственного долга субъекта Российской Федерации, млрд руб.					Объем долга муниципальных образований, млрд руб.				
	2022 г.	Доля в общем объеме долга, %	2023 г.	Доля в общем объеме долга, %	Прирост / снижение, год к году, %	2022 г.	Доля в общем объеме долга, %	2023 г.	Доля в общем объеме долга, %	Прирост/снижение, год к году, %
Государственные (муниципальные) ценные бумаги	799,9	32,33	651,8	23,37	8,95	19,9	5,3	13,9	3,7	-30,2
Кредиты от кредитных организаций, иностранных банков и международных финансовых организаций	257,6	10,41	126,2	4,53	5,88	220,0	58,4	113,3	30,2	-48,5
Бюджетные кредиты от других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации	1371,5	55,43	1979,9	71,00	-15,57	132,4	35,1	243,6	65,0	84,0
Государственные (муниципальные) гарантии	39,3	1,59	24,9	0,89	0,70	4,5	1,2	3,8	1,0	-15,6
Иные долговые обязательства	6,3	0,25	5,9	0,21	0,04	0,005	0,0	0,005	0,0	0,0
Всего: объем государственного (муниципального) долга	2 474,5	100,0	2 788,7	100,0	13,9	376,7	100,0	374,6	100,0	-0,6

Источник: Расчеты автора на основе данных Минфина России.

Для субъектов Российской Федерации появилась возможность заместить более дорогие рыночные заимствования межбюджетными кредитами в рамках

реализации антикризисных мер. В соответствии с п. 1.7 Плана первоочередных действий по обеспечению развития российской экономики в условиях внешнего санкционного давления, одобренного на заседании Президиума Правительственной комиссии по повышению устойчивости российской экономики в условиях санкций 15 марта 2022 г., был принят Федеральный закон от 01.05.2022 № 128-ФЗ «О внесении изменений в статьи 9 и 10 Федерального закона «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации и установлении особенностей исполнения бюджетов бюджетной системы Российской Федерации в 2022 г.».

Указанным Федеральным законом было установлено, что Минфин России вправе в 2022 г. предоставить субъектам Российской Федерации, показатель уровня расчетной бюджетной обеспеченности которых на 2022 г. не превышает 1,5, бюджетные кредиты из федерального бюджета в объеме до 390,7 млрд руб. для погашения коммерческой задолженности субъектов Российской Федерации (муниципальных образований). Впоследствии Федеральным законом от 28.05.2022 № 146-ФЗ указанный лимит был увеличен до 420,0 млрд руб.

Кроме того, в соответствии с указанным Федеральным законом субъекты Российской Федерации в 2022 г. были освобождены от погашения задолженности перед Российской Федерацией по бюджетным кредитам.

Еще одним источником финансирования заимствований субъектов Федерации из федерального бюджета стало предоставление бюджетных кредитов на финансовое обеспечение реализации инфраструктурных проектов, предоставляемых в соответствии с Постановлением Правительства Российской Федерации от 14.07.2021 № 1190¹.

В результате у 27 субъектов Российской Федерации 100% накопленного долга к началу 2023 г. стало приходиться на межбюджетные кредиты (*табл. 17*).

В этих условиях в 2022 г. число субъектов Федерации, зарегистрировавших эмиссию долговых ценных бумаг, сократилось в 4 раза – с 24 в 2021 г. до 6. Проспекты эмиссии облигаций зарегистрировали: Республика Саха (Якутия), Республика Карелия, а также Калининградская, Ульяновская, Свердловская и Магаданская области. Единственным муниципальным образованием, зарегистрировавшим облигационный заем, стал город Томск (в 2021 г. облигации выпустили два муниципальных образования).

Наибольшая доля заимствований, приходящихся на облигационные займы, зафиксированы у Санкт-Петербурга (89,1% от общей структуры накопленного долга), Республики Саха (Якутия) (58,7%), Красноярского края (56,7%), Республики Башкортостан (39,0%), Белгородской области (40,8%), Московской области (36,2%).

1 Подробнее см.: Оперативный доклад об исполнении консолидированных бюджетов субъектов Российской Федерации за январь – июнь 2022 г. Счетная палата Российской Федерации. М.: 2022 г. С. 43–44. URL: <https://ach.gov.ru/upload/iblock/877/4voa484h3u2yhexi3y08r7mqfprwl9od7.pdf>; Бухарский В., Тирский Т., Галиева Г. Консолидированные бюджеты регионов: устойчивость вопреки санкциям. М., 2022. URL: https://raexpert.ru/researches/regions/regional_budgets_2022/

**Структура государственного долга субъектов Российской Федерации
на 1 января 2023 г.**

Субъект Российской Федерации	Государственные (муниципальные) ценные бумаги		Кредиты от кредитных организаций, иностранных банков и международных финансовых организаций		Бюджетные кредиты из других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации		Общий объем накопленного долга ¹
	млрд руб.	доля в общем объеме, %	млрд руб.	доля в общем объеме, %	млрд руб.	доля в общем объеме, %	млрд руб.
Центральный федеральный округ	254,00	32,7	13,19	1,7	508,83	65,4	777,48
Белгородская область	12,67	40,8	0,00	0,0	17,32	55,7	31,09
Брянская область	0,00	0,0	0,00	0,0	11,06	100,0	11,06
Владимирская область	0,00	0,0	0,00	0,0	6,71	100,0	6,71
Воронежская область	0,00	0,0	0,00	0,0	20,88	100,0	20,88
Ивановская область	0,00	0,0	0,00	0,0	11,28	100,0	11,28
Калужская область	0,00	0,0	0,00	0,0	29,55	100,0	29,55
Костромская область	0,00	0,0	0,00	0,0	23,69	100,0	23,69
Курская область	0,59	5,7	0,00	0,0	9,57	93,4	10,25
Липецкая область	3,70	27,9	0,00	0,0	9,49	71,6	13,25
Московская область	105,05	36,2	10,36	3,6	174,51	60,2	289,92
Орловская область	0,00	0,0	0,00	0,0	22,04	100,0	22,04
Рязанская область	0,00	0,0	0,00	0,0	24,34	100,0	24,34
Смоленская область	0,00	0,0	1,33	5,8	21,75	94,2	23,08
Тамбовская область	4,55	22,2	0,00	0,0	15,96	77,8	20,51
Тверская область	0,00	0,0	0,00	0,0	15,51	100,0	15,51
Тульская область	0,00	0,0	1,50	7,5	18,25	91,5	19,94
Ярославская область	12,01	24,8	0,00	0,0	36,39	75,2	48,41
г. Москва	115,43	74,0	0,00	0,0	40,53	26,0	155,96
Северо-Западный федеральный округ	93,45	30,7	23,81	7,8	183,84	60,4	304,28
Республика Карелия	0,80	2,9	6,61	24,2	19,96	72,9	27,37
Республика Коми	10,00	30,7	0,00	0,0	22,62	69,3	32,62

Субъект Российской Федерации	Государственные (муниципальные) ценные бумаги		Кредиты от кредитных организаций, иностранных банков и международных финансовых организаций		Бюджетные кредиты из других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации		Общий объем накопленного долга ¹
	млрд руб.	доля в общем объеме, %	млрд руб.	доля в общем объеме, %	млрд руб.	доля в общем объеме, %	
Архангельская область	0,00	0,0	8,00	17,2	38,58	82,8	46,58
Вологодская область	0,00	0,0	0,00	0,0	16,69	99,7	16,75
Калининградская область	3,50	12,9	3,00	11,0	19,14	70,5	27,17
Ленинградская область	0,00	0,0	0,00	0,0	6,52	100,0	6,52
Мурманская область	0,00	0,0	6,20	30,6	12,48	61,5	20,28
Новгородская область	0,00	0,0	0,00	0,0	18,72	100,0	18,72
Псковская область	0,00	0,0	0,00	0,0	18,99	100,0	18,99
г. Санкт-Петербург	78,76	89,1	0,00	0,0	9,67	10,9	88,43
Ненецкий автономный округ	0,40	46,2	0,00	0,0	0,47	53,8	0,87
Южный федеральный округ	31,00	12,7	35,61	14,6	177,86	72,8	244,47
Республика Адыгея (Адыгея)	0,00	0,0	0,74	19,9	2,99	80,1	3,74
Республика Калмыкия	0,00	0,0	0,60	7,0	7,93	93,0	8,53
Республика Крым	0,00	0,0	0,00	0,0	5,68	100,0	5,68
Краснодарский край	24,50	21,8	0,00	0,0	88,06	78,2	112,56
Астраханская область	0,00	0,0	0,00	0,0	16,11	100,0	16,11
Волгоградская область	6,50	10,9	10,10	16,9	43,14	72,2	59,74
Ростовская область	0,00	0,0	24,17	63,4	13,95	36,6	38,11
г. Севастополь	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Северо-Кавказский федеральный округ	9,95	13,9	0,00	0,0	61,32	85,7	71,51
Республика Дагестан	0,00	0,0	0,00	0,0	11,56	100,0	11,56
Республика Ингушетия	0,00	0,0	0,00	0,0	2,39	100,0	2,39
Кабардино-Балкарская Республика	0,00	0,0	0,00	0,0	7,03	100,0	7,03

РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА в 2022 году
тенденции и перспективы

Субъект Российской Федерации	Государственные (муниципальные) ценные бумаги		Кредиты от кредитных организаций, иностранных банков и международных финансовых организаций		Бюджетные кредиты из других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации		Общий объем накопленного долга ¹
	млрд руб.	доля в общем объеме, %	млрд руб.	доля в общем объеме, %	млрд руб.	доля в общем объеме, %	
Карачаево-Черкесская Республика	1,75	30,2	0,00	0,0	4,05	69,8	5,79
Республика Северная Осетия – Алания	0,00	0,0	0,00	0,0	8,67	100,0	8,67
Чеченская Республика	0,00	0,0	0,00	0,0	6,35	100,0	6,35
Ставропольский край	8,20	27,6	0,00	0,0	21,26	71,6	29,71
Приволжский федеральный округ	102,84	15,7	18,15	2,8	530,23	80,8	656,45
Республика Башкортостан	15,00	39,0	2,70	7,0	20,71	53,9	38,41
Республика Марий Эл	1,00	9,9	0,00	0,0	9,09	90,1	10,09
Республика Мордовия	0,00	0,0	3,18	9,4	30,63	90,6	33,80
Республика Татарстан (Татарстан)	0,00	0,0	0,00	0,0	98,52	95,2	103,53
Удмуртская Республика	5,00	7,3	0,00	0,0	63,75	92,7	68,75
Чувашская Республика – Чувашия	0,00	0,0	0,00	0,0	10,61	100,0	10,61
Пермский край	0,00	0,0	1,00	4,9	19,46	95,1	20,46
Кировская область	0,00	0,0	0,00	0,0	24,20	100,0	24,20
Нижегородская область	41,50	31,2	0,00	0,0	91,23	68,6	132,95
Оренбургская область	3,61	19,8	0,00	0,0	14,65	80,2	18,26
Пензенская область	0,00	0,0	4,93	19,6	20,24	80,4	25,17
Самарская область	18,30	28,7	0,00	0,0	45,45	71,3	63,75
Саратовская область	3,50	5,9	0,00	0,0	55,79	94,1	59,29
Ульяновская область	14,93	31,6	6,35	13,5	25,90	54,9	47,18
Уральский федеральный округ	60,58	34,2	0,00	0,0	114,38	64,6	177,03

Субъект Российской Федерации	Государственные (муниципальные) ценные бумаги		Кредиты от кредитных организаций, иностранных банков и международных финансовых организаций		Бюджетные кредиты из других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации		Общий объем накопленного долга ¹
	млрд руб.	доля в общем объеме, %	млрд руб.	доля в общем объеме, %	млрд руб.	доля в общем объеме, %	
Курганская область	0,00	0,0	0,00	0,0	17,49	100,0	17,49
Свердловская область	49,18	46,2	0,00	0,0	57,24	53,8	106,42
Тюменская область	0,00	0,0	0,00	0,0	5,18	81,9	6,33
Челябинская область	7,00	18,1	0,00	0,0	30,80	79,6	38,70
Ханты-Мансийский автономный округ – Югра	3,40	48,1	0,00	0,0	3,67	51,9	7,07
Ямало-Ненецкий автономный округ	1,00	97,6	0,00	0,0	0,00	0,0	1,02
Сибирский федеральный округ	66,50	20,9	10,60	3,3	234,59	73,9	317,56
Республика Алтай	0,00	0,0	0,00	0,0	2,52	100,0	2,52
Республика Тыва	0,00	0,0	1,30	32,5	2,70	67,5	4,00
Республика Хакасия	2,00	8,5	0,00	0,0	21,58	91,5	23,58
Алтайский край	0,00	0,0	0,00	0,0	5,30	100,0	5,30
Красноярский край	28,71	56,7	0,00	0,0	21,92	43,3	50,63
Иркутская область	0,00	0,0	0,00	0,0	19,21	100,0	19,21
Кемеровская область – Кузбасс	4,50	7,8	0,00	0,0	47,52	82,1	57,88
Новосибирская область	13,00	27,2	0,00	0,0	34,88	72,8	47,88
Омская область	5,00	8,7	9,30	16,2	43,01	75,0	57,31
Томская область	13,30	27,0	0,00	0,0	35,93	73,0	49,23
Дальневосточный федеральный округ	33,46	13,9	24,84	10,4	168,87	70,4	239,90
Республика Бурятия	0,00	0,0	3,92	16,7	19,45	83,0	23,43
Республика Саха (Якутия)	28,50	58,7	0,00	0,0	8,76	18,0	48,59
Забайкальский край	0,00	0,0	2,70	8,5	29,05	91,5	31,75
Камчатский край	0,70	7,5	5,17	55,5	3,45	37,0	9,32
Приморский край	0,00	0,0	0,00	0,0	7,98	94,8	8,42
Хабаровский край	3,26	6,4	0,00	0,0	47,53	93,2	51,00
Амурская область	0,00	0,0	9,94	30,7	22,45	69,3	32,39

Субъект Российской Федерации	Государственные (муниципальные) ценные бумаги		Кредиты от кредитных организаций, иностранных банков и международных финансовых организаций		Бюджетные кредиты из других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации		Общий объем накопленного долга ¹
	млрд руб.	доля в общем объеме, %	млрд руб.	доля в общем объеме, %	млрд руб.	доля в общем объеме, %	
Магаданская область	1,00	5,6	3,11	17,3	13,87	77,1	17,98
Сахалинская область	0,00	0,0	0,00	0,0	2,54	100,0	2,54
Еврейская автономная область	0,00	0,0	0,00	0,0	5,60	100,0	5,60
Чукотский автономный округ	0,00	0,0	0,00	0,0	8,20	92,3	8,88
Итого	651,79	23,4	126,21	4,5	1 979,92	71,0	2 788,69

* В состав накопленного долга также включаются государственные (муниципальные) гарантии и «иные долговые обязательства».

Источник: Расчеты автора на основе данных Минфина России.

2.3. Банковский сектор¹

2.3.1. Основные показатели и финансовые результаты банковского сектора

На конец 2022 г. в российской банковской системе действовала 361 кредитная организация. Годом ранее их число составляло 370 ед. (сокращение за год на 9 ед., в 2021 г. сокращение на 37 ед.). Количество отзывов лицензий составило 3 ед. (в 2021 г. – 26 ед.), добровольного аннулирования лицензий – 9 ед. (в 2021 г. – 11 ед.). С универсальной лицензией на конец года насчитывалось 225 банков (на начало года – 232), с базовой – 101 банк (на начало года – 103). Количество небанковских кредитных организаций составило 35, как и годом ранее (рис. 57).

Незначительное сокращение общего количества банковских кредитных организаций сопровождается укрупнением банковского сектора – в 2022 г. наблюдался рост активов, (информация по собственным средствам и прибыли не опубликована). Благодаря быстрому восстановлению экономики совокупные активы кредитных организаций в прошедшем году выросли на 14,7% (за 2021 г. прирост составил 15,9%). Таким образом, темпы роста активов остались примерно на уровне предшествующего года.

За январь – июнь убытки банковского сектора превысили 1,5 трлн руб., отрицательный финансовый результат во многом обусловлен западными санкциями в отношении крупнейших российских кредитных организаций, переоценкой валютных позиций в связи с резким изменением валютного курса

1 Автор: Зубов С.А., канд. экон. наук, доцент, ст. науч. сотр. лаборатории структурных исследований ИПЭИ РАНХиГС.

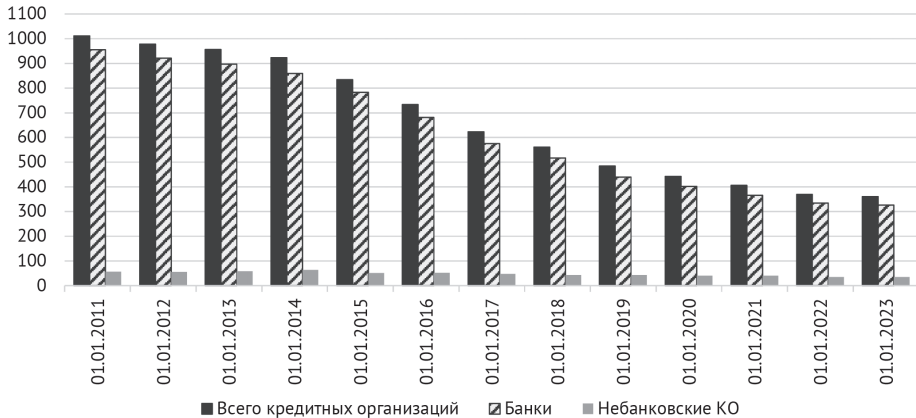


Рис. 57. Динамика количества кредитных организаций за последние 12 лет

Источник: Банк России. URL: https://cbr.ru/statistics/bank_sector/lic/

рубля, а также с опережающим ростом стоимости фондирования над доходностью активов из-за роста ключевой ставки. Во второй половине 2022 г. по мере стабилизации экономической ситуации совокупный убыток постепенно сокращался и по итогам года банковский сектор зафиксировал прибыль на уровне 203 млрд руб., доля прибыльных кредитных организаций составила 78%.

2.3.2. Кредитование юридических лиц

Совокупная кредитная задолженность корпоративных заемщиков¹ перед российскими банками на 1 января 2023 г. достигла 50,8 трлн руб. Прирост корпоративного кредитного портфеля за 2022 г. достиг 8110,3 млрд руб., или 19,0%. Годом ранее корпоративный кредитный портфель российских банков вырос на 5492,2 млрд руб., или на 14,7%. Рекордный рост корпоративного кредитного портфеля во многом обеспечен замещением корпоративным сектором внешних заимствований. Существенную роль также сыграло предоставление государственных субсидий, которые были выделены на поддержку системообразующих предприятий, пострадавших от санкций. В течение истекшего года банки предоставили кредитов по данной программе объемом свыше 1,5 трлн руб. Предприятиям предоставлялись кредиты под 10–11% объемом до 10 млрд руб., до 30 млрд руб. – для холдинговых структур.

Еще одним фактором стала поддержка проектного финансирования застройщиков целевыми кредитами объемом 2,2 трлн руб. по льготным процентным ставкам (4–5% годовых) под обеспечение остатками средств покупателей жилья на счетах эскроу.

1 Кредиты нефинансовым и финансовым организациям-резидентам, а также индивидуальным предпринимателям.

Вместе с тем объем предоставленных кредитов за прошлый год составил 65,9 трлн руб., что на 23,1% меньше, чем за 2021 г. (85,6 трлн руб.), причем снижение объемов практически полностью связано с рублевыми кредитами (58,2 трлн руб. против 77,1 трлн руб. в предшествующем году), выдача валютных кредитов сократилась на 10,7% (7,6 трлн руб. против 8,6 трлн руб. в 2021 г.). Таким образом, можно сделать вывод, что прирост совокупного кредитного портфеля юридических лиц при снижении объемов предоставляемых кредитов обусловлен реструктуризацией задолженности (предоставление каникул, кредитные пролонгации) в условиях финансового кризиса, связанного с геополитическим конфликтом. Общий объем реструктуризации, по данным ЦБ РФ, составил 13,4 трлн руб., или 23% от объема портфеля корпоративных кредитов¹. Банки активно проводили реструктуризацию кредитов крупного бизнеса, предприятий МСП и индивидуальных предпринимателей² в рамках плана первоочередных действий по обеспечению развития российской экономики в условиях внешнего санкционного давления как по государственным, так и по собственным программам.

Уровень просроченной задолженности снизился на 2,2% относительно показателя на начало года (за предшествующий год – рост на 21,4%) и достиг 2,8 трлн руб., что составляет 5,5% от совокупного объема кредитного портфеля (год назад – 6,7%) (рис. 58). Данные показатели свидетельствуют о некотором улучшении качества кредитного портфеля банков, что, однако, во многом обеспечено послаблениями ЦБ, в частности, разрешением не

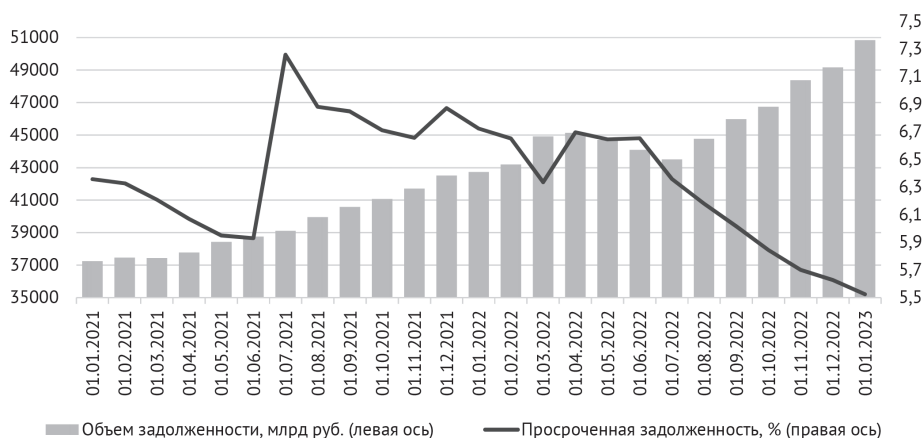


Рис. 58. Динамика корпоративного кредитования и уровня просроченной задолженности в 2021–2022 гг.

Источники: Банк России; расчеты автора.

1 URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43816/analytical_review_bs-2022.pdf

2 Призванных на военную службу по мобилизации в Вооруженные силы РФ или заключивших контракт на добровольной основе для выполнения задач, возложенных на Вооруженные силы РФ.

отражать в отчетности ухудшение качества ссуд, если проблемы у заемщика возникли из-за ограничений, связанных с санкциями западных стран. Еще одним фактором улучшения качества кредитного портфеля стали рост объемов сделок по продаже проблемных долгов на цессионном рынке, а также некоторые крупные списания безнадежной задолженности.

Отраслевая структура корпоративных кредитов по сравнению с предыдущим годом не претерпела существенных изменений. Лидерами по объему задолженности на 1 января 2023 г. являются предприятия обрабатывающих производств (12,6 трлн руб., или 24,8% от совокупной задолженности предприятий), предприятия финансовой и страховой сферы (8,3 трлн руб., или 16,2%) и предприятия оптовой и розничной торговли (5,4 трлн руб., или 10,7%).

По объему привлеченных кредитов по итогам года лидируют предприятия, ведущие финансовую и страховую деятельность (20,7 трлн руб., или 31,4% от общей суммы выданных), предприятия оптовой и розничной торговли (14,4 трлн руб., или 21,9%) и предприятия обрабатывающих производств (11,9 трлн руб., или 18,1%).

Рост рыночных ставок после повышения ключевой ставки до 20% в конце февраля, а также более осторожный подход банков к выбору заемщиков в условиях нарастания неопределенности в отношении финансовой устойчивости предприятий привели к снижению объемов корпоративной кредитной задолженности в течение марта – мая истекшего года. Особенно заметное снижение отмечалось по валютным кредитам. В дальнейшем некоторую поддержку корпоративным заемщикам оказали принятые Правительством РФ государственные программы льготного кредитования системообразующих предприятий (промышленности, торговли и агропромышленного комплекса), предусматривающие выдачу кредитов на сумму около 1,4 трлн руб.¹

Начиная с июня наблюдалась постепенная адаптация предприятий широкого круга отраслей к структурным изменениям в экономике, что обусловило оживление экономической активности и частичное восстановление объемов корпоративного кредитования. Несмотря на то что объемы кредитования так и не вернулись на уровень 2021 г., в целом можно сделать вывод о преодолении кризиса и при отсутствии новых шоков о росте корпоративного кредитования в 2023 г. В частности, о стабилизации рынка говорит тот факт, что некоторые изменения зафиксированы в срочной структуре корпоративного кредитования – при общем росте сократились объемы краткосрочного кредитования (до 6 месяцев) и увеличилась доля долгосрочных кредитных вложений (свыше 1 года – до 70,5%, на конец 2021 г. – 68,9%).

Происходящие изменения (обострение геополитического конфликта и международной обстановки, «частичная мобилизация») повышают уровень неопределенности в сфере корпоративного бизнеса. Несмотря на то что в целом банковский сектор сумел адаптироваться к происходящим изменениям и поддерживать объемы кредитования в условиях обострения кредитных рисков, потенциальная угроза в виде накопления проблемной задолженности

1 Постановления Правительства Российской Федерации от 16.03.2022 № 375 и от 17.03.2022 № 393, Распоряжение Правительства Российской Федерации от 18.03.2022 № 532-р.

по-прежнему актуальна. Нельзя исключать, что банковский сектор может столкнуться с отложенным эффектом санкционного давления на российский бизнес, что, в свою очередь, приведет к завуалированным накоплениям проблемных кредитов в банковских балансах. В связи с этим правительству и ЦБ необходимо разработать дополнительные меры макропруденциального регулирования и, возможно, новые программы поддержки предприятий за счет льготного кредитования.

В течение последних месяцев Правительству РФ и Центральному банку удалось нейтрализовать банковские риски и поддержать уровень объема кредитования корпоративного сектора. Однако высокая концентрация корпоративных обязательств по-прежнему является потенциальным источником системного риска для отечественного банковского сектора. В ближайшей перспективе потребуются меры, стимулирующие диверсификацию корпоративного кредитного портфеля банков, что, в свою очередь, во многом будет зависеть от развития малого и среднего предпринимательства, а также от реализации стратегии развития конкуренции и антимонопольного регулирования в стране.

2.3.3. Кредитование физических лиц

На 1 января 2023 г. общий объем банковских кредитов, предоставленных физическим лицам, достиг 26,9 трлн руб. За истекший год объем кредитования вырос на 2,4 трлн руб., или на 9,7%, что значительно ниже прироста 2021 г. (4,6 млрд руб., или 22,9%).

Увеличение совокупного кредитного портфеля физических лиц обеспечено в первую очередь ипотечным кредитованием (прирост – 17,5%), тогда как объем задолженности по потребительскому кредитованию вырос всего на 2,7%, а задолженность по автокредитам снизилась на 3,8%.

Прирост объемов задолженности физических лиц полностью приходится на рублевый сегмент – нестабильность курса рубля, высокие валютные риски и существенное сокращение расчетов в долларах и евро привели практически к полному отказу от валютных кредитов, которые в течение года снизились на 53,5% (за 2021 г. снижение на 22,5%) и составили всего 22,0 млрд руб.

В течение истекшего года динамика процентных ставок по кредитам была неустойчивой и определялась политическими событиями и административными решениями ЦБ. Рекордный всплеск процентных ставок фиксировался в конце февраля – начале марта, когда Банк России принял решение о повышении ключевой ставки до 20%. В дальнейшем по мере смягчения денежно-кредитной политики, снижения ключевой ставки банки снижали проценты по кредитам для физических лиц. Однако в сентябре после решения о начале «частичной мобилизации» снова был зафиксирован рост процентных ставок по кредитам для населения, что отразилось на ставках краткосрочного кредитования (*рис. 59*).

Прирост просроченной задолженности с начала 2022 г. составил 14,7%, ее общий объем достиг 1083,7 млрд руб. (*рис. 60*). Доля просроченной задолженности в кредитном портфеле повысилась незначительно и на 01.01.23

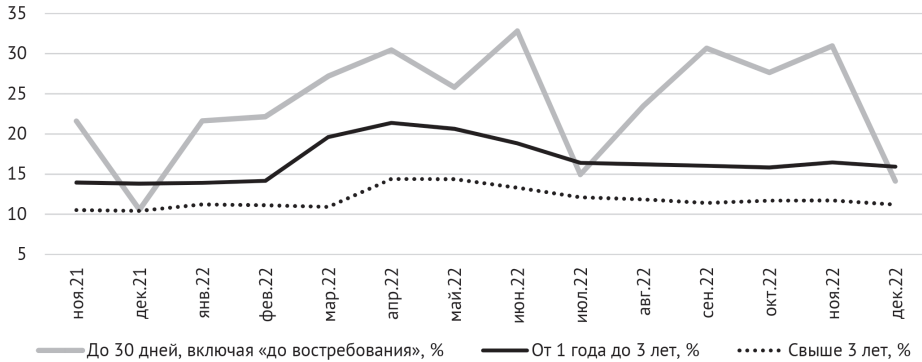


Рис. 59. Средневзвешенные процентные ставки по кредитам, предоставленным кредитными организациями физическим лицам в рублях, %

Источник: Банк России.

составила 4,0%, в то время как годом ранее этот показатель был 3,8%. Доля займов с просрочкой свыше 90 дней (NPL90+) также относительно невысока и составила 8,8%, что ниже показателей периода кризиса 2020 г., вызванного эпидемиологическими факторами. Однако, несмотря на относительно высокое качество кредитного портфеля, Центральный банк в III квартале прошедшего года зафиксировал тревожные сигналы¹: рост объемов кредитования заемщиков с высоким уровнем ПДН² (таким уровнем принято считать ПДН выше 80%) на 4 п.п. до уровня 32%, а также прирост показателя Payment-to-Income (PTI)³ на 14 п.п. до значения 42%. Данные показатели могут свидетельствовать о скрытом характере проблем в области кредитной политики банков и о потенциальном росте просроченной задолженности в будущем.

В прошедшем году банки стали реже одобрять заявки граждан на кредиты: по данным Национального бюро кредитных историй (НБКИ)⁴, за анализируемый период банки одобрили всего лишь 26% заявок граждан на получение кредита, что на 7 п.п. ниже соответствующего показателя 2021 г. Снижение уровня одобрения кредитных заявок свидетельствует о более осторожной кредитной политике банков в условиях политической и финансовой нестабильности. Основные причины отказа: плохая кредитная история (или ее отсутствие), низкий персональный кредитный рейтинг (ПКР) и высокая долговая нагрузка заемщиков относительно располагаемых доходов.

1 URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43512/2q_3q_2022.pdf

2 ПДН (показатель долговой нагрузки) рассчитывается как отношение среднемесячных платежей заемщика по всем кредитам и займам (в том числе по запрашиваемому кредиту) к его среднемесячному доходу.

3 Показатель долговой нагрузки, рассчитываемый кредитными организациями по собственным методикам.

4 URL: <https://nbki.ru/company/news/?id=1567769>

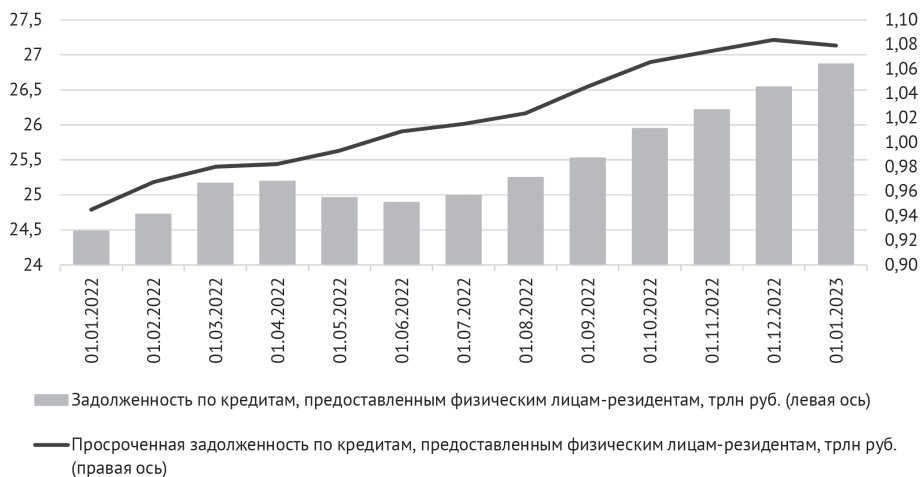


Рис. 60. Совокупный объем задолженности и просроченная задолженность по кредитам, предоставленным физическим лицам-резидентам, трлн руб.

Источник: Банк России.

С учетом того что к концу 2022 г. среднее количество розничных кредитов на одного российского заемщика составило 2,3 кредита (повышение на 0,1 ед. по сравнению с концом 2021 г.)¹, можно сделать вывод, что клиентская база банков в настоящее время не обладает перспективами роста, и в условиях ужесточения банками стандартов кредитования даже при высоком спросе на кредиты число банковских заемщиков будет стагнировать, это, в свою очередь, может привести к закредитованности заемщиков с относительно высоким персональным кредитным рейтингом и допустимым уровнем долговой нагрузки.

В связи с тем что рост закредитованности граждан в условиях финансово-экономической нестабильности может создавать дополнительные макроэкономические риски и в перспективе отобразиться на устойчивости банковского сектора, совет директоров ЦБ РФ принял решение об установлении количественных ограничений на выдачу необеспеченных потребкредитов в I квартале 2023 г.²

В соответствии с решением Банка России лимит для кредитов с ПДН более 80% составит 25% от общего объема предоставленных потребкредитов. При этом объем предоставленных потребкредитов на срок свыше 5 лет не должно превышать 10%.

Введение макропруденциальных лимитов позволит ограничить рост закредитованности граждан за счет дестимулирования кредитования заемщиков

1 URL: <https://nbki.ru/company/news/?id=1597722>

2 URL: <https://www.cbr.ru/press/pr/?file=638046460634914087FINSTAB.htm>

с высокой долговой нагрузкой и искусственного удлинения срока кредитов, что сделает структуру потребительского кредитования более сбалансированной и при этом не создаст дополнительных требований к капиталу банков.

Данное ограничение устанавливается только для банков с универсальной лицензией. Для банков с базовой лицензией введение таких лимитов нецелесообразно ввиду их незначительного вклада в долговую нагрузку населения.

Решение о возможном продлении действия данного ограничения на II квартал 2023 г. будет рассматриваться Центробанком в феврале 2023 г. с учетом динамики долговой нагрузки населения и стандартов кредитования.

Вместе с тем ЦБ подготовил проект поправок в Указание 5782-У, направленный на расширение возможностей банков по применению модельного подхода при оценке дохода заемщика в целях расчета ПДН¹. Данное решение можно считать послаблением, которое предоставит банкам возможность варьировать собственные методики и в некоторых случаях делать кредит более доступным для заемщиков с неоднозначным финансовым положением. Предполагается, что банки смогут рассчитывать ПДН по потребительским кредитам с использованием внутренних моделей оценки дохода после прохождения процедуры валидации этих моделей в Центробанке.

В целом в 2022 г. совокупный портфель розничных кредитов увеличивался, несмотря на кризис. Во многом это обусловлено устойчивым развитием банковской системы в предыдущие кризисные годы, а также тем обстоятельством, что в условиях стагнации доходов населения многие столкнулись с нехваткой средств для покрытия расходов и испытывают необходимость в заемных средствах для поддержания прежнего уровня потребления. Кроме того, в периоды обострения кризиса и повышения инфляционных ожиданий наблюдается повышенный спрос на потребительские товары и, соответственно, спрос на банковские кредиты. С учетом агрессивной политики некоторых банков в области кредитования в условиях достаточно высокой конкуренции и в то же время невысокого потенциала расширения клиентской базы данное обстоятельство может негативно сказаться на качестве обслуживания кредитов в ближайшем будущем. В целом решения ЦБ по охлаждению рынка потребительского кредитования в начале 2023 г. выглядят своевременными и позволят банкам поддержать качество своих кредитных портфелей на требуемом уровне.

2.3.4. Ипотечное кредитование

Совокупный портфель ипотечных жилищных кредитов (ИЖК) на 1 января 2023 г. достиг объема в 13,8 трлн руб. Прирост совокупного портфеля за год составил 2,0 трлн руб. или 17,5%, что несколько ниже соответствующих показателей за 2021 г. (тогда портфель ипотечных кредитов вырос на 2,5 трлн руб., или на 26,6%). Несмотря на снижение темпов роста рынка, доля задолженности по ИЖК в совокупной задолженности по кредитам физических лиц

1 URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/405654369/#review>

увеличивалась на протяжении всего года и достигла 51,5% (47,5% – на конец 2021 г.).

Всего за истекший год выдано 1,5 млн ИЖК общим объемом 4,8 трлн руб., соответствующее значение предшествующего года – 1,9 млн кредитов объемом 5,7 трлн руб., снижение составило 15,6% (рис. 61). Структура выдач претерпела некоторые изменения: под влиянием продления государственных программ со снижением процентной ставки объемы ипотеки на первичном рынке (ИЖК по ДДУ (договор долевого участия)) составили 42,9% от общего объема выдач кредитов (в 2021 г. данный показатель составлял 33,1%).

Практически все сделки заключались в рублевом сегменте, общий объем предоставленных в 2022 г. ипотечных кредитов в иностранной валюте составил 77 млн руб. В течение года задолженность по валютным ИЖК сократилась на 8,8 млрд руб. до 6,7 млрд руб. (менее 0,1% от общего объема портфеля ИЖК). Валютные кредиты будут оставаться невыгодными в силу действия защитительной надбавки к коэффициентам риска (от 200% и выше в зависимости от полной стоимости кредита (ПСК)).

Средний размер ипотечного кредита за год вырос на 18,6% до 3,95 млн руб. (на конец 2021 г. – 3,33 млн руб.), чему в том числе способствовал рост стоимости жилья как на первичном (за год прирост на 37,3%), так и на вторичном рынке (годовой прирост – 23,1%).

Средневзвешенный срок кредитования увеличился, в декабре он составил 311,3 мес., годом ранее – 262,8 мес. (прирост на 18,5%). Увеличение срока

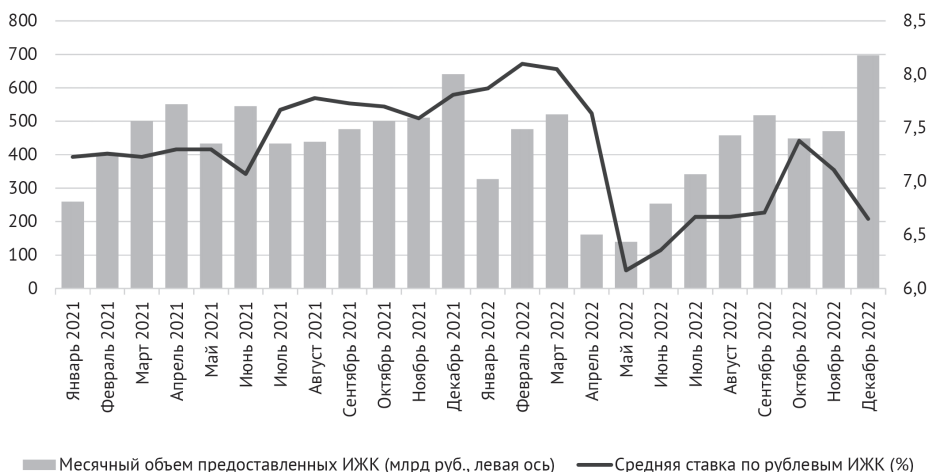


Рис. 61. Динамика ежемесячных объемов кредитования и процентных ставок на рынке ипотечного жилищного кредитования в 2021–2022 гг.

Источник: Ипотечное жилищное кредитование. URL: <https://www.cbr.ru/statistics/pdco/Mortgage/ML/>

кредита позволяет снизить ежемесячную долговую нагрузку на заемщиков, тем самым снижая риск невозврата кредита.

К положительной тенденции 2022 г. можно отнести рост объемов по сделкам секьюритизации. Данный вид операций позволяет банкам разгрузить балансы и получить дополнительную ликвидность для осуществления кредитования. В 2023 г. объем секьюритизации может вырасти за счет бумаг с льготной ипотекой в качестве базового актива. Вместе с тем бурный рост секьюритизации ипотечных активов приводит к расширению масштабов рынка и к гиперактивности банков в сфере ипотечного кредитования, что, в свою очередь, выльется в наращивание объемов портфеля за счет кредитов сомнительного качества. Более того, вторичный рынок ипотечных закладных может стать источником кризиса, как это было в США в 2006–2007 гг.

Качество кредитного портфеля остается на приемлемом уровне – просроченная задолженность за прошедший год снизилась на 8,4% и на 1 января 2023 г. составила всего 0,4% от объема совокупной задолженности по ИЖК (на начало 2022 г. – 0,6%), что значительно ниже, чем по другим видам банковского кредитования (от 4 до 7%). Доля неработающих кредитов (NPL 90+) также оставалась на минимальном уровне – около 0,7%.

Средневзвешенная ставка по ипотечным кредитам на первичном рынке сократилась до 4,3%, что в целом ниже уровня 2021 г. и обеспечено смягчением денежно-кредитной политики Центрального банка РФ (снижение ключевой ставки), внедрением партнерских программ крупных застройщиков и банков по ставкам от 0,01 до 2% (ставка субсидируется застройщиком за счет продажи квартиры по более высокой цене) и обновлением льготных ипотечных программ для населения с относительно невысокими ставками.

На вторичном рынке наблюдалась противоположная динамика ставок. Однако существенного роста не зафиксировано, повышение ставок в период резкого обострения геополитического конфликта и введения антироссийских санкций по предлагаемым кредитам привел к падению объемов выдач. В целом к концу года ставка выросла до 9,3%, что выше показателя 2021 г. на 1 п.п.

В течение года для стимулирования ипотечного кредитования правительством были приняты ряд мер, касающихся реформирования государственных льготных программ. В результате планы по сворачиванию льготной ипотеки были пересмотрены, и в конце 2022 г. льготная ипотека на новостройки была продлена до 1 июля 2024 г. Согласно новым условиям ставка по кредитам повышена с 7 до 8%, сумма кредита – до 12 млн руб. для Москвы и Санкт-Петербурга, в остальных регионах – до 6 млн руб. (сумму кредита можно увеличить до 30 млн и 15 млн руб. соответственно, используя другие программы ипотеки), сумма первоначального взноса – 15%. С 2023 г. семейная ипотека стала доступна родителям, имеющим двух детей и более до 18 лет на дату заключения договора. Ставка по программе – 6% годовых.

Одним из главных нововведений стал запуск льготной ипотечной программы на строительство частных жилых домов своими силами (ИЖС), без оформления договора подряда с профессиональными застройщиками.

Несмотря на замедление темпов роста ипотечного рынка, объем ипотеки на ИЖС и готовые дома в 2022 г. вырос на 8% к уровню 2021 г.

Еще одним стимулом развития ипотечного рынка стало введение ипотечной программы для ИТ-специалистов по ставке 5% с первоначальным взносом не менее 15%. Однако в связи со сложными условиями получения кредита и наличием собственных ипотечных программ ИТ-корпораций данная программа пока не востребована. Всего по итогам 2022 г. в России в рамках программы предоставлено 5 тыс. кредитов на общую сумму 44,79 млрд руб.¹ В декабре 2022 г. Правительство России сократило план по выдаче льготной ипотеки для ИТ-специалистов.

В процессе борьбы за клиента банки разрабатывают новые маркетинговые решения, при этом берут на себя дополнительные риски. В истекшем году особой популярностью пользовалась программа «ипотека по паспорту». Суть программы в том, что заемщику не нужно подтверждать трудоустройство и уровень дохода. Как правило, она применяется в сделках с готовой недвижимостью. Подобная практика чревата рисками, поскольку полноценный анализ кредитоспособности клиента не проводится, что может повлечь неадекватную оценку заемщика и возможные проблемы с погашением кредита.

Другое направление, осваиваемое банками, – цифровая ипотека. Внедрение цифровых сервисов в ипотечный процесс позволяет сократить время его проведение, упростить процедуру оценки, регистрации и страхования недвижимости и оформить получение кредита без посещения офиса банка (при наличии ЭЦП и биометрических характеристик клиента). Однако в этой связи актуализируются операционные риски – проведение цифровой трансформации может сопровождаться нарушением коммуникации между разработчиками программного обеспечения, специалистами фронт-офиса и лицами, принимающими решения. В ближайшее время Центральному банку придется принять меры, сдерживающие возможные негативные последствия поспешной и несистемной цифровизации банковского сектора.

Еще одним трендом минувшего года стал рост влияния ESG² на российский банковский сектор. По инициативе Центрального банка предлагается запустить новый вид кредитов на жилье – «зеленую» ипотеку, представляющую собой субсидирование покупки жилья в домах, соответствующих стандартам экологического строительства³. Программа может быть опробована на Дальнем Востоке в рамках уже существующей программы государственного субсидирования ипотеки.

По предложению Президента РФ правительство запускает новый инструмент поддержки предприятий промышленности – промышленную ипотеку. Российские организации смогут получить долгосрочные льготные кредиты на покупку производственной недвижимости. Планируется, что кредиты будут выдаваться на срок до 7 лет по льготной ставке 5% годовых, при этом

1 URL: https://www.kommersant.ru/doc/5864435?from=top_main_1

2 ESG – Environmental, Social, and Corporate Governance (экологическое, социальное и корпоративное управление).

3 URL: https://lenta.ru/news/2022/09/12/green_ipo/

для инновационных технологических компаний ставка будет еще ниже – 3%, верхний предел промышленной ипотеки предлагается установить на уровне 500 млн руб.

Полностью раскрыть потенциал российского ипотечного рынка позволит внедрение широкого набора финансовых инструментов, которые сейчас активно разрабатываются ведущими игроками: ипотечные облигации, развитие ипотечных маркетплейсов, внедрение технологии блокчейн, другие продукты и процессы. Внедрение этих инструментов позволит оптимизировать банковские бизнес-процессы, упростить и ускорить оформление кредитных сделок, что выразится в снижении ставок и повышении доступности ипотечных кредитов для широкого круга заемщиков.

В настоящее время в условиях таких негативных явлений, как снижение ВВП, высокая инфляция, сокращение реальных доходов населения, правительство и регулятор должны способствовать развитию ипотечного рынка не только в целях стимулирования его дальнейшего роста, но и для повышения доступности жилья. В целом ипотека способствует повышению благосостояния населения за счет улучшения жилищных условий, мотивирует граждан на поддержание высоких доходов за счет вступления в долгосрочные кредитные отношения, способствует трудовой миграции. Однако форсировать рост объемов кредитования за счет низких ставок, отмены первоначального взноса, упрощения процедуры выдачи кредита и уменьшения ежемесячных платежей опасно из-за высоких кредитных рисков, накопления дисбалансов, способных привести к образованию ипотечного пузыря. В связи с этим в ближайшее время ЦБ продолжит выстраивать комплексную систему регулирования ипотечного рынка. По мере стабилизации политической и макроэкономической ситуации возможно постепенное сокращение государственных льготных программ и переход ипотечного кредитования на рыночные принципы.

2.3.5. Банковские ресурсы

Главным ресурсом кредитных организаций по-прежнему остаются средства клиентов (физических и юридических лиц) на банковских счетах и депозитах. На конец года общий объем клиентских средств составил 97,1 трлн руб., увеличившись с начала года на 13,0%. Это несколько ниже аналогичного показателя за 2021 г., в котором отмечен прирост на 16,5%.

Общий объем средств физических лиц (без учета средств на счетах эскроу) на 1 января 2023 г. достиг 36,8 трлн руб., прирост за истекший год в абсолютном выражении составил 1,9 трлн руб., или 5,5%, что соответствует данным за 2021 г. (прирост на 1,9 трлн руб., или на 5,7%). Общий годовой прирост практически полностью обеспечен месячным приростом в декабре, когда средства населения выросли на 2,5 трлн руб. Данный прирост обусловлен авансированием пенсий и выплатами социальных пособий. Сезонный приток средств на депозиты в декабре 2022 г. был более интенсивным по сравнению с декабрем предшествующего года.

Общий объем средств на депозитах юридических лиц (без учета средств государственных органов и индивидуальных предпринимателей) в течение минувшего года вырос более существенно – на 5,1 трлн руб., или на 20,9%, до уровня 29,3 трлн руб., что также соответствует темпам 2021 г. (прирост на 4,2 трлн руб., или на 20,9%).

В условиях рекордно высоких темпов денежной эмиссии в 2022 г. продолжился рост остатков средств на расчетных и текущих счетах корпоративных клиентов. За год они выросли на 3,0 трлн руб. (на 19,2%), достигнув значения 18,5 трлн руб., что повторяет динамику роста в 2021 г. (на 2,5 трлн руб., или на 18,9%).

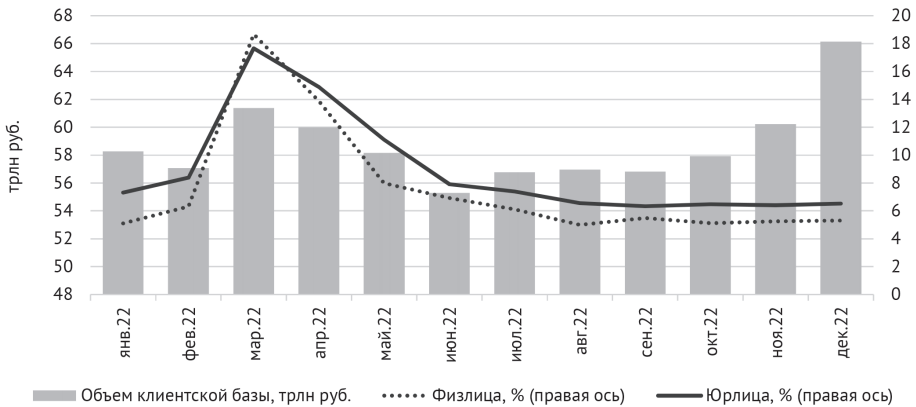
В течение прошлого года менялась срочная структура клиентских средств в пользу краткосрочных депозитов. Клиенты – физические лица существенно (на 30,4%) сократили вложения в средне- и долгосрочные вклады (свыше 1 года) – до уровня 7,9 трлн руб., которые на 1 января 2023 г. составили лишь 21,6% от общего объема депозитов физических лиц (год назад объем вкладов сроком от 1 года составлял 11,4 трлн руб., или 32,8% от общего объема). Максимальный прирост краткосрочных вкладов зафиксирован на срок привлечения от 3 до 6 месяцев.

Аналогичным образом изменялась и структура депозитов юридических лиц. Сокращение депозитов свыше 1 года составило 14,6%, в общем объеме их значение снизилось до 23,3% (на начало года – 32,0%). Наибольшим спросом пользовались краткосрочные депозиты от 1 до 3 месяцев (прирост на 85,5%).

Средства на счетах эскроу в минувшем году продолжили рост и увеличились до 4,0 трлн руб. Однако темпы прироста существенно сократились (32,7%) по сравнению с предыдущим годом (157,9%), что обусловлено снижением темпов роста ипотечного рынка.

Резкое увеличение ключевой ставки до 20% в конце февраля 2022 г. способствовало росту процентных ставок (максимальная доходность по некоторым предложениям достигала 24% годовых, *рис. 62*) и существенному повышению интереса банковских клиентов к инструментам с фиксированным доходом. Также на смещение интереса в пользу депозитов у физических лиц способствовала отмена уплаты НДФЛ с дохода по банковским вкладам и счетам, полученного в 2021 и 2022 гг. (при этом сохранялся налог с купонов облигаций). Падение российского рынка ценных бумаг, а также санкции в отношении НРД¹ и крупных брокеров во многом подорвали доверие к фондовому рынку, что способствовало перетоку денежных средств с брокерских счетов и счетов доверительного управления в срочные и накопительные депозиты. Геополитическая и экономическая неопределенность в прошлом году вынуждала россиян придерживаться сберегательной модели потребительского поведения и наращивать накопления. Свою роль на поведение клиентов –

¹ Национальный расчетный депозитарий – центральный депозитарий России, ведет учет прав собственности на российские ценные бумаги, проводит расчеты по сделкам, выполняет функции хранения иностранных ценных бумаг, является платежным агентом по еврооблигациям РФ.



* За декабрь – оценка автора.

Рис. 62. Динамика процентных ставок по краткосрочным (до 1 года, включая «до востребования») депозитам физических и юридических лиц¹ и суммарные объемы задолженности банков по депозитам физических и юридических лиц на конец месяца в 2022 г.

Источник: Банк России. URL: https://cbr.ru/vfs/statistics/BankSector/Borrowings/02_01_Funds_all.xlsx и URL: <http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43719/Bbs2301r.pdf>

физических лиц сыграли перегрев ипотечного рынка и снижение интереса к инвестициям в недвижимость, которые, как и фондовый рынок, являются альтернативой банковским депозитам.

Средства клиентов-физлиц в рублях достигли 32,7 трлн руб., за год прирост составил 17,8%, в 2021 г. прирост был заметно ниже – 6,8%. Валютные депозиты снизились до 4,1 трлн руб. (падение за год – на 42,8%, в предшествующем году – прирост на 1,4%). Схожим образом обстояли дела и с валютными депозитами юридических лиц, их сокращение за год составило 20,9% (в отличие от прироста за 2021 г. на 6,3%). В общем объеме клиентских средств на депозитах доля рублевых средств за 2022 г. увеличилась с 76,8 до 86,0%.

Сокращение валютных депозитов частично было связано с оттоком средств за рубеж из-за введения западных санкций и нарушением привычных форматов инвестирования: вложения в ценные бумаги западных стран стали недоступными для российских инвесторов. Российские банки ввиду отсутствия возможности размещения валютных средств в западных банках-контрагентах снижали ставки по валютным вкладам практически до нулевых значений, в то же время были введены дополнительные комиссии за обслуживание валютных счетов. Таким образом, клиенты были вынуждены конвертировать валютные вклады в рублевые или перейти к хранению валютных средств в виде наличных. В течение года Центробанк дважды повышал нормативы обязательного резервирования по обязательствам в валюте (с 01.08.2023 до 5% от объема обязательства), что также снижало привлекательность заимствования в валюте для банков. Еще одним фактором

девалютизации клиентских депозитов стало укрепление рубля по отношению к доллару и евро относительно начала года.

В I квартале 2022 г. крупные банки с госучастием понесли убытки в связи с введенными против них санкциями, предусматривающими блокировку активов. В целом российская банковская система столкнулась с серьезным косвенным влиянием санкций в виде обесценения активов, роста кредитных и других финансовых рисков. В связи с этим актуализировался вопрос о необходимости системной докапитализации банковского сектора. По оценкам ЦБ РФ, общий размер потребности в докапитализации составил около 700 млрд руб.¹ Однако в течение года банки успешно проводили политику минимизации рисков и осуществляли активные действия для восполнения капитала, взаимодействуя со своими собственниками по вопросам докапитализации. В истекшем году докапитализацию получили 29 банков, общий объем увеличения уставного капитала составил 180 млрд руб. в основном за счет доэмиссии и других вложений в капитал.

По итогам 2022 г. российские банки зафиксировали чистую прибыль в 203 млрд руб., что обеспечено ростом процентных и комиссионных доходов в условиях снижения ставок, восстановлением деловой активности во втором полугодии, а также регуляторными послаблениями Центробанка. В настоящее время системной докапитализации банковского сектора не требуется, и речь может идти о «точечных решениях» по отдельным банкам в виде финансовой поддержки со стороны акционеров².

В 2023 г. при отсутствии новых шоков не предвидится масштабного оттока средств граждан, что позволит банкам поддерживать стабильную положительную динамику по клиентским депозитам. Вероятность того, что в ближайшей перспективе полностью будет восстановлено доверие к фондовому рынку, невысока в силу нестабильности политических и геополитических факторов. В то же время правительство прогнозирует прирост реальных доходов граждан. В этих условиях инструменты с фиксированной доходностью при наличии системы государственного страхования вкладов будут оставаться наиболее привлекательной формой размещения свободных ресурсов в связи с отсутствием более доходных и надежных альтернатив.

1 URL: <https://www.forbes.ru/finansy/481880-cb-ocenil-vozmoznuu-potrebnot-bankov-v-dokapitalizacii-v-700-mlrd-rublej>

2 URL: <https://tass.ru/ekonomika/15627499>