



МОНИТОРИНГ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ В РОССИИ

ТЕНДЕНЦИИ И ВЫЗОВЫ СОЦИАЛЬНО-
ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ

№ 5(158) Апрель 2022 г.

Мониторинг подготовлен коллективом экспертов Института экономической политики имени Е. Т. Гайдара (Института Гайдара) и Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации (РАНХиГС).

Редколлегия: Дробышевский С. М., Мау В. А., Синельников-Мурылев С. Г.

Редактор: Гуревич В. С.



ИНСТИТУТ
ЭКОНОМИЧЕСКОЙ
ПОЛИТИКИ
имени Е. Т. ГАЙДАРА



РАНХиГС
РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

СОДЕРЖАНИЕ

КАПИТАЛЬНЫЙ КОНТРОЛЬ ПОЗВОЛИЛ СТАБИЛИЗИРОВАТЬ СИТУАЦИЮ НА ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ	4
КАКОЙ В НОВЫХ УСЛОВИЯХ ДОЛЖНА БЫТЬ СТРАТЕГИЯ РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА	9
РЫНОК МИКРОФИНАНСИРОВАНИЯ: ИТОГИ 2021 ГОДА И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ	13
САНКЦИИ ПОКА НЕ ВЫЗВАЛИ РОСТА БЕЗРАБОТИЦЫ	17

1. КАПИТАЛЬНЫЙ КОНТРОЛЬ ПОЗВОЛИЛ СТАБИЛИЗИРОВАТЬ СИТУАЦИЮ НА ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ

Божечкова А.В., к.э.н., заведующая лабораторией денежно-кредитной политики Института Гайдара; с.н.с. Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС;

Синельникова-Мурылева Е.В., к.э.н., доц., с.н.с. Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС;

Трунин П.В., д.э.н., руководитель научного направления «Макроэкономика и финансы» Института Гайдара; директор Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС

В конце февраля 2022 г. страны Европейского союза и США объявили о санкциях в отношении Банка России, подразумевающих заморозку международных резервных активов. В результате санкциями оказалось затронуто около 50% резервов (300 млрд долл. из 630 млрд долл., доступных по состоянию на 1 февраля 2022 г.).

В странах, международные резервы которых замораживались ранее (Иран, Ливия, Сирия и др.), наблюдались масштабное ослабление курса национальной валюты и значительное ускорение инфляции. В России на текущий момент эти процессы удалось ограничить благодаря принятым антисанкционным мерам, прежде всего жестким ограничениям на движение капитала.

Меры, принимаемые Банком России в условиях заморозки резервов, соответствуют мировой практике. Тем не менее российская ситуация является во многом уникальной, поскольку Банк России придерживается режима таргетирования инфляции и активно использовал процентную политику в ответ на негативные шоки. Центральные банки других стран, попавших под санкции, придерживались режима управляемого валютного курса. Таким образом, Банк России обладает более гибким инструментарием для противодействия шокам.

Заморозка резервов привела к приостановке действия бюджетного правила. Соответственно, несмотря на сокращение экспорта, рост цен на ключевые сырьевые товары вызвал резкое увеличение предложения иностранной валюты на российском валютном рынке, тогда как спрос остается ограниченным из-за действия ограничений на движение капитала. В среднесрочном периоде по мере установления нового равновесия на рынках целесообразно разработать альтернативный вариант бюджетного правила, обеспечивающий, как и ранее, снижение корреляции между ценами на нефть и валютным курсом.

1. Капитальный контроль позволил стабилизировать ситуацию

27 февраля 2022 г. страны Европейского союза и США объявили о санкциях в отношении Банка России, подразумевающих заморозку части международных резервных активов. В результате санкциями оказалось затронуто около 50% резервов (300 млрд долл. из 630 млрд долл., доступных по состоянию на 1 февраля 2022 г.). Это стало новым вызовом для российского валютного рынка в I квартале 2022 г.

Международные резервы (резервные активы) представляют собой высоколиквидные иностранные активы, имеющиеся в распоряжении органов денежно-кредитного регулирования страны. Обычно выделяют следующие основные функции международных резервов:

- противодействие шокам платежного баланса за счет операций на валютном рынке;
- поддержание ликвидности валютного рынка;
- сигнальная функция для экономических агентов о возможности монетарных властей противостоять шокам на валютном рынке, т.е. гарантия макроэкономической стабильности (достаточные запасы международных резервов характеризуют потенциал экономики по выполнению своих обязательств перед внешним миром).

В странах с управляемым курсом национальной валюты резервы позволяют поддерживать курс в определенных границах, что было в большей степени актуально для России до 2015 г. В странах с плавающим валютным курсом резервы используются для сглаживания резких шоков на валютном рынке и выполняют прежде всего сигнальную функцию.

Заморозка международных резервов привела к ускорению оттока капитала иностранных институциональных инвесторов и ослаблению рубля. В условиях панических настроений инвесторов курс рубля к доллару 11 марта достиг исторического минимума в 120,4 руб. за доллар, что соответствует обесценению на 55,4% по отношению к началу февраля 2022 г. Тем не менее к концу I квартала 2022 г. рубль укрепился до докризисного уровня.

В первые дни после объявления о заморозке международных резервов произошло снижение суверенного рейтинга России международными рейтинговыми агентствами (одномоментно на 8 ступеней агентством S&P и на 6 ступеней агентствами Moody's и Fitch)¹. Хотя снижение суверенного рейтинга объясняется не только заморозкой активов Банка России, но и общим нарастающим санкционным давлением, значительный объем резервов выступал гарантом кредитоспособности России как заемщика, имеющего ограниченный доступ к долгосрочному финансированию на внешних рынках начиная с 2015 г. Утрата сигнальной функции международных резервов, а также провал суверенного рейтинга до «чрезвычайно спекулятивного» ускорили решение институциональных инвесторов (пенсионный фонд Норвегии KLP², суверенный фонд ОАЭ Mubadala³) о приостановке инвестиций в Россию в контексте общего повышения репутационных рисков этих вложений.

Как показывает мировой опыт, ранее заморозка активов ЦБ уже применялась в отношении Ирана (ноябрь 1979 г. – 1981 г., февраль 2012 г. – январь 2016 г., сентябрь 2019 г. – н/в), Ливии (март 2011 г. – декабрь 2011 г.), Венесуэлы (апрель 2019 г. – н/в), Сирии (ноябрь 2011 г. – н/в), Северной Кореи (июль

1 URL: <http://www.worldgovernmentbonds.com/credit-rating/russia/>

2 URL: <https://www.reuters.com/article/ukraine-crisis-norway-klp-idCNL8N2V36BV>

3 URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-03-28/abu-dhabi-wealth-fund-pauses-investments-in-russia-reuters-says>

2006 г. – н/в), Афганистана (июль 1999 г. – январь 2002 г., август 2021 г. – н/в). Как правило, столь жесткие санкции вводились в связи с вооруженными конфликтами, политическими кризисами, разработкой ядерного оружия (табл. 1).

Большинство этих стран придерживалось негибкого механизма курсообразования, предполагающего активное участие монетарных властей в управлении валютным курсом. Ключевая функция международных резервов для большинства указанных стран заключалась в проведении валютных интервенций. В связи с этим заморозка международных резервов имела существенные последствия в первую очередь для валютного рынка, оказав сильное давление на валютный курс в условиях ограниченных возможностей по его поддержанию за счет проведения валютных интервенций. Это отличает опыт данных стран от российского, для которого характерен режим инфляционного таргетирования и плавающего валютного курса, позволяющего использовать ставку процента в качестве основного инструмента денежно-кредитной политики. Инвертированная кривая доходности финансовых инструментов РФ (длинные ставки намного меньше коротких) выступает в текущих условиях позитивным сигналом о том, что экономические агенты ожидают стабилизации инфляции и курса, а также снижения ключевой ставки ЦБ РФ в среднесрочной перспективе. Это свидетельствует о более высоком доверии монетарным властям сегодня по сравнению с кризисом 2015 г., когда доходности длинных финансовых инструментов в период кризиса также значительно выросли.

Режим таргетирования инфляции предполагает, что в ситуации кризиса на валютном рынке с учетом значительного переноса курса в цены монетарные власти также должны ограничивать колебания курса рубля для достижения цели по инфляции и поддержания финансовой стабильности. Увеличение процентных ставок при ослаблении рубля обеспечивает сближение доходности рублевых и валютных инструментов, стабилизирует ситуацию на валютном рынке, сдерживает отток рублевых депозитов из банковской системы. Следует отметить, что эпизод первоначального ослабления и последующего восстановления рубля до прежних значений после заморозки

Таблица 1

Эпизоды заморозки международных резервов

Страна	Период заморозки резервов	Пояснения
Иран	Ноябрь 1979 г. – 1981 г., февраль 2012 г. – январь 2016 г., сентябрь 2019 г. – н/в	Исламская революция в 1979 г. Последующие санкции связаны с разрабатываемыми в Иране ракетной и ядерной программами.
Венесуэла	Апрель 2019 г. – н/в	Санкции против режима Н. Мадуро. Ужесточение санкций в виде заморозки резервов связано с очередным политическим кризисом в Венесуэле в 2019 г.
Ливия	Март 2011 г. – декабрь 2011 г.	Политическое, идеологическое и военное противостояние Ливии (режима Каддафи) и стран Запада с перерастанием в военное вторжение в Ливию.
Афганистан	Июль 1999 г. – январь 2002 г. (санкции против ЦБ были сняты)	Содействие радикальному движению «Талибан» (организация, деятельность которой запрещена в РФ) в военных действиях против США.
	Август 2021 г. – н/в	Падение афганского правительства, захват большей части Афганистана движением «Талибан» (организация, деятельность которой запрещена в РФ).
Сирия	Ноябрь 2011 г. – н/в	Гражданская война в Сирии (антиправительственные выступления с марта 2011 г.), обвинения властей в нарушениях прав человека, насилии и репрессиях против гражданского населения.
Северная Корея	Июль 2006 г. – н/в	Испытания ядерного оружия.

Источник: Составлено авторами.

1. Капитальный контроль позволил стабилизировать ситуацию

резервов является уникальным с точки зрения мирового опыта. Обесценившиеся в течение первого месяца заморозки резервов валюты других стран, как правило, стабилизировались на новом (более слабом) уровне. Укреплению рубля, помимо повышения ключевой ставки, способствовали прежде всего введенные ограничения на движение капитала, снизившие спрос на иностранную валюту, тогда как ее предложение выросло в условиях повышения цен на основные товары российского экспорта.

Международный опыт также подтверждает, что введение жестких ограничений на движение капитала при сдерживании темпов роста денежной массы позволяет сгладить обесценение национальной валюты. В то же время дальнейшее развитие ситуации на валютном рынке определяется прежде всего торговым балансом, т.е. динамикой экспорта и импорта. В такой ситуации меры капитального контроля могут ужесточаться или ослабевать в зависимости от развития ситуации на рынке, отчасти выполняя роль международных резервов, хотя и оставаясь при этом значительно менее «точным» инструментом.

Страны, столкнувшиеся с заморозкой международных резервов, постепенно переходили на международные расчеты в валютах третьих стран. Например, в период 2012–2013 гг. имел место существенный рост платежей по экспорту иранской нефти в южнокорейских вонах и китайских юанях¹. В 2020 г. наибольшую долю в обороте на внутреннем официальном валютном рынке Ирана занимал юань – 26,7%, существенно снизившаяся доля евро составила 26,4%, доля дирхама ОАЭ – 17,0%, турецкой лиры – 6,5%, доля операций с другими валютами значительно выросла и достигла 23%².

В ряде стран одним из последствий заморозки золотовалютных резервов оказалось появление системы множественных валютных курсов. Так, с сентября 2012 г. по июль 2013 г. иранский риал торговался по трем разным курсам: по установленному ЦБ обменному курсу для осуществления импорта приоритетных товаров; установленному ЦБ обменному курсу для продажи выручки от экспорта нефти и импорта других приоритетных товаров; гибкому обменному курсу для продажи нефтяного экспорта и импорта всех остальных товаров. В дальнейшем два первых обменных курса были унифицированы в один. Двойственная система валютных курсов (официальный установленный и рыночный) функционирует и в Венесуэле.

Несмотря на стабилизацию ситуации на финансовых рынках, резкое снижение доступной части международных резервов не могло не сказаться на их способности выполнять свои базовые функции. Заморозка части международных резервов привела к снижению их достаточности, измеренной общепринятыми показателями. Согласно некоторым из критериев, представленных в *табл. 2*, незамороженные валютные резервы перестали быть достаточными для купирования последствий комплекса макроэкономических шоков, а также одновременного финансирования импорта в течение следующих 3 месяцев и осуществления выплат по внешнему долгу в течение следующих 12 месяцев.

Помимо снижения достаточности, наблюдается также снижение ликвидности валютной части резервов. Согласно данным Банка России³, по состоянию на начало 2022 г. международные резервы были номинированы на 33,9% в евро, 21,5% – в золоте, 17,1% – в юанях, 10,9% – в долларах

1 Central Bank of the Islamic Republic of Iran // Annual Review. 2012. No. 13. P. 1391.

2 Central Bank of the Islamic Republic of Iran // Annual Review. 2019. No. 20. P. 1398.

3 URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/40915/ar_2021.pdf

Таблица 2

Выполнение критериев достаточности международных резервов Банка России в I квартале 2022 г.

Критерий достаточности международных резервов	Во сколько раз фактическое значение резервов превышает критерий достаточности			
	Резервы, всего	Валютные резервы	Незамороженные резервы, всего	Незамороженные валютные резервы
(1) Финансирование трех месяцев импорта	6,7	5,3	3,3	2
(2) Финансирование платежей по внешнему долгу в течение 12 месяцев (критерий Гвидотти)	4,6	3,6	2,3	1,3
(3) Сумма критериев (1) и (2) (критерий Редди)	2,8	2,1	1,4	0,8

Источник: Расчеты авторов на основе данных Банка России и экспертных оценок (URL: https://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/ (раздел «Оценка платежного баланса Российской Федерации (аналитическое представление)»).

США, 6,2% – в фунтах стерлингов, 5,2% – в иенах¹. В настоящее время активы Центрального банка, не подверженные заморозке, преимущественно состоят из юаней и золота. Новая структура является менее ликвидной, поскольку юань сравнительно слабо задействован в международных расчетах. Согласно данным SWIFT², доля юаня в международных расчетах по состоянию на 2021 г. составляет 2,7% (против 40,5%-ной доли доллара США и 36,7%-ной доли евро), а его доля в распределенных активах центральных банков³ – 2,6% (против 58,8%-ной доли доллара США и 20,6%-ной доли евро). Международные резервы, номинированные в юанях, могут быть использованы ограниченно, например, для расчетов между РФ и Китаем, а также для выплаты внешнего долга по будущим контрактам, заключенным в юанях. Сформировавшаяся структура незамороженной части международных резервов накладывает серьезные ограничения на осуществление операций на валютном рынке вследствие более низкого спроса на юани по сравнению с долларом и евро.

Наконец, заморозка международных резервов сделала невозможной реализацию механизма бюджетного правила в прежнем виде. Ранее Банк России по поручению Минфина России осуществлял покупку (продажу) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в зависимости от соотношения фактической и базовой цен на нефть, что существенно снижало корреляцию колебаний цен на нефть и номинального курса рубля, обеспечивая функционирование экономики в условиях цены на нефть, близкой к цене отсека (около 44 долл./барр.). В условиях отсутствия возможности ЦБ РФ совершать операции на валютном рынке (по крайней мере, в части операций с основными резервными валютами) эта корреляция повышается, что в средне- и долгосрочном периоде будет усиливать подверженность российской экономики внешним шокам. В то же время в краткосрочном периоде действовавшее бюджетное правило означает, что у экономики РФ есть некоторые возможности для адаптации к новым условиям ограничений на экспорт. ▀

1 Согласно данным Банка Японии. URL: <https://www.japantimes.co.jp/news/2022/02/28/national/japan-russia-central-bank-sanctions/>

2 URL: <https://www.statista.com/statistics/1189498/share-of-global-payments-by-currency/>

3 URL: <https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>

2. КАКОЙ В НОВЫХ УСЛОВИЯХ ДОЛЖНА БЫТЬ СТРАТЕГИЯ РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА

Абрамов А.Е., к.э.н., заведующий лабораторией анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС;

Косырев А.Г., м.н.с. лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС;

Чернова М.И., н.с. лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС

В новых условиях необходимо переосмысление экономической политики, включая меры по поддержке функционирования и развитию фондового рынка. С учетом особенностей текущего кризиса вряд ли возможно простое воспроизведение мер из прошлого опыта антикризисного управления. Долгосрочные меры реагирования должны учитывать такие факторы, как длительный характер санкций, высокая инфляция и повышенная волатильность курса рубля.

В краткосрочной перспективе важно налаживание системы оперативно реагирования на такие проблемы, как блокировка активов частных лиц в иностранных депозитариях, наложение санкций на крупнейшие финансовые организации, риски банкротства ряда финансовых структур и эмитентов.

В числе текущих проблем рынка прежде всего низкая информированность и нарушения прав клиентов брокеров при смене мест хранения ценных бумаг, открытии и закрытии индивидуальных инвестиционных счетов граждан; нарушения брокерами обязательств по своим договорам с клиентами.

Учитывая, что основной движущей силой внутреннего рынка будут выступать преимущественно внутренние частные инвесторы, необходимо реализовать меры, стимулирующие их сбережения, способствующие предложению надежных и прозрачных инвестиционных продуктов, а также снижению экономической и административной нагрузки на участников фондового рынка. В настоящей статье мы предлагаем такого рода меры.

Текущее состояние и проблемы финансового рынка

В условиях изоляции внутреннего фондового рынка от глобального масштабы падения цен долевых ценных бумаг российских эмитентов на них существенно различались. На внутреннем рынке после восстановления биржевой торговли с 24 марта снижение цен акций было умеренным из-за запрета на продажи ценных бумаг нерезидентами и укрепления рубля за счет введения валютных ограничений. Капитализация эмитентов на Московской бирже снизилась с 62,6 трлн руб. в 2021 г. до 47,2 трлн руб.

в I квартале 2022 г., или на 24,6%. По сравнению с 2021 г. на 31 марта 2022 г. индекс МосБиржи снизился на 27,7%, а индекс РТС – на 36%.

На облигационном рынке в I квартале 2022 г. широкий индекс ОФЗ RGBI TR снизился на 11,8%, доходность к погашению выросла с 8,45% на конец 2021 г. до 11,83% на 1 апреля; индекс корпоративных облигаций IFX-Cbonds снизился на 2,8%, при этом доходность к погашению выросла с 8,85 до 15,15% на 1 апреля. Более сложной является ситуация на рынке суверенных еврооблигаций. Объем суверенного долга в еврооблигациях составляет 40,7 млрд долл.; 98,6 млрд долл. – объем еврооблигаций российских компаний.

Наиболее актуальными текущими проблемами на рынке являются: погашение долгов по еврооблигациям; размораживание иностранных активов, принадлежащих российским частным лицам; установление более стабильных правил игры в условиях массового перемещения счетов и активов клиентов между брокерами; защита владельцев индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС) от налоговых санкций в случаях вынужденного закрытия ими указанных счетов из-за действия санкций; улучшение информированности граждан при принятии тех или иных решений финансовыми регуляторами и участниками рынка. В ряде случаев финансовым регуляторам удается находить эффективные решения, например, в сфере поддержания стабильности валютного курса и конвертируемости рубля, использования схем погашения обязательств по еврооблигациям в рублях, восстановления работы биржевых рынков акций и облигаций. На предложение Минфина о выкупе облигаций «Россия-2022» откликнулось значительное число внутренних инвесторов – было выкуплено 72% всего выпуска.

Долгосрочная стратегия

В долгосрочной перспективе основные риски участников рынка связаны с проблемами: повышенной инфляции и волатильности курса рубля; недостаточной ликвидности внутреннего рынка; усиления информационной асимметрии на рынке из-за закрытия доступа к популярным иностранным информационным ресурсам; банкротства финансовых организаций и эмитентов корпоративных облигаций из-за невозможности рефинансирования долгов. Предлагаемые меры по поддержке частных инвесторов структурированы с учетом перечисленных выше проблем.

Смягчение рисков инфляции и волатильности рубля

Создание эффективных инструментов для вложений частных лиц в золото и в жилую недвижимость с помощью крупных биржевых ПИФов с физическими запасами драгоценных металлов в качестве активов, прозрачных паевых фондов рентного типа и недвижимости.

Необходим более активный выпуск государственных ценных бумаг, индексированных на инфляцию и доступных частным лицам. В действующей структуре выпусков ценных бумаг Министерством финансов облигации, индексированные на инфляцию, а также ориентированные на население выпуски пока занимают скромное место. В 2021 г. на ОФЗ-ИН приходилось всего 5,1% общей стоимости ОФЗ в обращении, на ОФЗ-н – всего 0,3%. По нашему мнению, Минфину целесообразно расширять сеть продаж облигаций ОФЗ-н через биржевой маркетплейс «Финансовые услуги» и платформы брокеров и управляющих компаний, а также поддерживать доходность

2. Какой в новых условиях должна быть стратегия развития фондового рынка

данных выпусков ОФЗ для частных инвесторов на уровне не ниже других выпусков госбумаг с аналогичной дюрацией.

Еврооблигации российских эмитентов давно стали составной частью внутреннего облигационного рынка. Их основными держателями, как правило, на 50–70% выступают резиденты. Целесообразно отказаться от практики заимствований у внутренних инвесторов средств с помощью данного инструмента. Необходимо развивать выпуски внутренних валютных облигаций в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.

Для стимулирования роста публичных размещений акций на внутренних биржах целесообразно разработать нормативные документы, позволяющие осуществлять IPO компаний по процедурам SPACs – размещений акций «бланковых» компаний с их последующим слиянием с непубличными компаниями-целями.

Необходимо развитие рынка криптовалют как инвестиционного актива, альтернативного доллару, а также создание биржевых паевых фондов на криптовалюту.

Ликвидность внутреннего фондового рынка

По нашим оценкам¹, вложения только частных инвесторов на внутреннем рынке акций, облигаций, инвестиционных паев ПИФов и инструментов денежного рынка у брокеров составляют около 140 млрд долл. Это сумма аналогична вложениям нерезидентов в акции и облигации российских эмитентов. Еще около 170–180 млрд долл. хранятся в виде наличных рублей и валюты у населения. До февральских событий 2022 г. доля физических лиц в объемах торгов на рынке акций составляла около 40%; после восстановления биржевого рынка 25 марта она выросла до 58%. Крупные и ликвидные рынки акций, такие как китайский (в Шанхае) и южнокорейский, на 80 и 84% соответственно формируют свою ликвидность за счет средств частных инвесторов².

В отдельных случаях для поддержки внутреннего облигационного рынка могли бы использоваться специальные программы количественного смягчения, аналогичные тем, что регулярно используются в США, Европейском союзе и в Японии. В целях содействия корпоративным эмитентам в погашении внешних долгов Банк России мог бы вернуться к практике предоставления валютных свопов, т.е. краткосрочного финансирования сделок по погашению внешних долгов.

Правовая защита частных инвесторов

Проблемы высоких операционных и кредитных рисков клиентов брокеров проявились в случае со списанием ценных бумаг клиентов компании «Универ Капитал». Для решения указанной проблемы необходимо внести изменения в стандарты брокерской деятельности, предполагающие получение согласия от клиентов при осуществлении заимствований их ценных бумаг. В правилах торгов на МосБирже целесообразно предусмотреть возможность открытия отдельного торгового счета ценных бумаг для тех клиентов брокеров, которые не уполномочили своего брокера на использо-

1 URL: http://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/households/

2 Osipovich A. Individual-Investor Boom Reshapes U.S. Stock Market // The Wall Street Journal on-line. 31 August. 2020. URL: <https://www.wsj.com/articles/individual-investor-boom-reshapes-u-s-stock-market-11598866200>

вание принадлежащих им активов в целях кредитования третьих лиц. При этом тарифы биржи и ее инфраструктурных организаций, а также тарифы брокеров и их депозитариев не должны быть дискриминационными по отношению к указанным счетам и клиентам брокеров, не разрешающим заимствовать их активы.

В течение года следует создать институт страхования сохранности средств клиентов у брокеров со страховым фондом, аналогичный программам сохранности средств клиентов Корпорации по защите инвесторов в ценные бумаги (SIPC) на сумму до 500 тыс. долл. SIPC не страхует от рыночных рисков, а занимается восстановлением денежных средств и ценных бумаг клиентов, оставленных в руках обанкротившихся или иным образом испытывающих финансовые затруднения брокерских фирм.

Необходимо уточнение функций саморегулируемых организаций (СРО), усиление их роли в защите прав пользователей финансовых услуг. В нынешнем виде СРО в одном лице выступает как цеховой лоббист и одновременно защитник потребителей услуг, оказываемых членами цеха. Целесообразно более полно учесть действующий международный опыт в данной сфере, в частности, работу ассоциации FINRA в США. Ее главная цель – защита потребителей, а ее доходы формируются просто в виде небольшой комиссии, взимаемой по каждой финансовой сделке.

Борьба с рисками информационной асимметрии

В настоящее время ни один из российских информационных ресурсов не предоставляет доступную информацию о финансовых показателях деятельности российских публичных акционерных обществ (ПАО), рассчитываемых по консолидированной финансовой отчетности и по признанной международной методологии. Это, в условиях ограничения доступа российских участников рынка к данной информации с помощью терминалов Bloomberg и Reuters, создает серьезные трудности в принятии инвестиционных решений, равно как и в составлении объективной оценки стоимости финансовых инструментов в отчетности финансовых структур. Для решения этой проблемы необходим пересмотр стандартов раскрытия информации эмитентов и доступа к информации российских информационных ресурсов и их пользователей.

Предотвращение избыточной концентрации бизнеса в крупных гоструктурах

Необходимы меры по ускоренному развитию независимого финтех на базе частных компаний (услуги робо-консультантов, брокеров и т.п.) и расширению возможности работы таких компаний с денежными средствами и платежами клиентов. Такие финтех-компании эффективнее, чем крупные государственные структуры, переживают санкции и найдут возможность для доступа своих клиентов к глобальным рынкам и услугам.

Важно пересмотреть действующие стандарты работы финансовых посредников при продажах особо рискованных продуктов, таких как структурные продукты, инвестиционное страхование жизни (ИСЖ) и ряд других. Необходима политика упрощения и высокой прозрачности доступных населению инвестиционно-финансовых продуктов. 

3. РЫНОК МИКРОФИНАНСИРОВАНИЯ: ИТОГИ 2021 ГОДА И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

Зубов С.А., к.э.н., доц., с.н.с. лаборатории структурных исследований ИПЭИ РАНХиГС

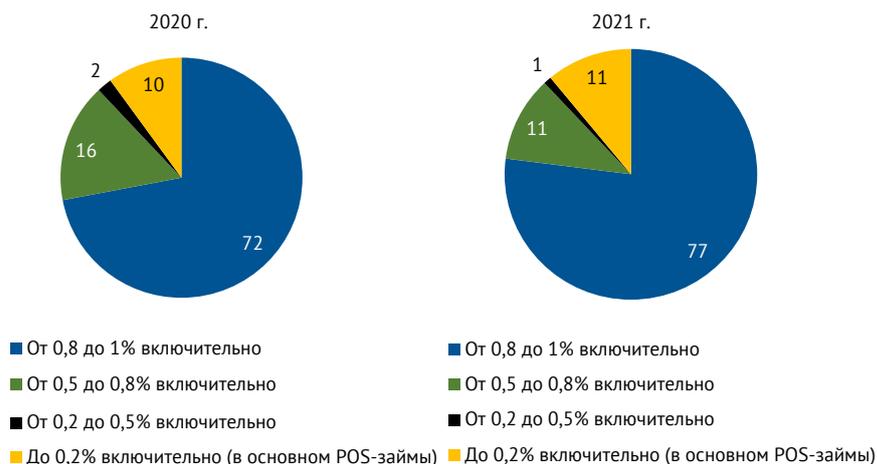
В 2021 г. стабилизация макроэкономической ситуации вызвала рост объемов рынка микрофинансирования и результатов деятельности микрофинансовых организаций. Вместе с тем высокий уровень закредитованности населения и обострение геополитических рисков в 2022 г. вынуждают ЦБ РФ планировать дальнейшие ограничения, касающиеся предельного размера полной стоимости кредита и размера задолженности. Новые ограничения будут стимулировать микрофинансовые организации осуществлять более тщательный отбор клиентов и развивать долгосрочные инструменты финансирования.

Всего в России действуют 1288 микрофинансовых организаций (МФО), из них 37 микрофинансовых компаний (МФК) и 1251 микрокредитная организация (МКК)¹. Уровень концентрации на рынке микрофинансирования в 2021 г. немного повысился, вернувшись к показателям начала 2020 г. и остается на относительно невысоком уровне по сравнению с банковским сектором: в топ-50 сосредоточено 73%, в топ-100 – 85% совокупного портфеля МФО.

В 2021 г. продолжился рост ключевых показателей деятельности микрофинансовых организаций, всего за истекший год предоставлено займов на сумму 624 млрд руб., совокупный портфель на конец 2021 г. достиг значения 328 млрд руб., прирост за год составил 31,6%. Финансовый результат в истекшем году значительно улучшился, чистая прибыль МФО по итогам 2021 г. выросла на 85% по сравнению с 2020 г. и, по нашей оценке, составила около 30 млрд руб. Около 90% совокупного прироста приходится на 32 наиболее крупных микрофинансовых организации, большая часть которых показала стопроцентный рост.

Увеличение совокупного портфеля обеспечено, в первую очередь, стремительным развитием сегмента онлайн-займов физлицам, а также

¹ По данным ЦБ РФ на 05.04.2022.



* Здесь – дневные процентные ставки.

Рис. 1. Доля договоров, заключаемых в определенном диапазоне процентной ставки* в 2020–2021 гг.

Источник: Сайт Банк России. Тенденции микрофинансового рынка в 2021 году. URL: https://www.cbr.ru/analytics/microfinance/mfo/mmt_2021/

смещением фокуса внимания многих крупных кредиторов в сторону более долгосрочных продуктов.

Благодаря начавшейся в период пандемии активной цифровизации, портфель и объем выдаваемых онлайн-микрозаймов выросли в минувшем году примерно на 100%. В целом за год дистанционно было заключено более 70% всех договоров микрозайма.

В структуре выдач доля долгосрочных займов Installment (включая POS-кредиты¹) достигла максимального значения за всю историю рынка. Внедрение цифровых технологий способствовало повышению доли онлайн-займов в долгосрочном сегменте.

В общем объеме снизилась доля займов, выданных субъектам МСП, – с 24 до 19%. В целом спрос на кредиты со стороны предприятий малого и среднего бизнеса остается на высоком уровне.

Ставки по кредитам МФО в течение года сильных изменений не претерпели, что и демонстрирует рис. 1.

Качество портфелей по сравнению с 2020 г. в целом не изменилось. Зафиксирован незначительный прирост доли просроченной задолженности NPL 90+² в портфелях МФО, одновременно наблюдается снижение уровня «краткосрочной» просроченной задолженности (по займам, выданным в текущем квартале). В среднем уровень просрочки NPL 90+ по онлайн-компаниям выше, чем по компаниям, работающим офлайн.

Доля NPL 90+ на конец 2021 г. составила 29,5% (+0,6 п.п. относительно показателя 2020 г.). Стабильный уровень просрочки во многом обеспечивался продажей задолженности: объем цессии в 2021 г. составил около 3% совокупного портфеля. В течение 2021 г. задолженность продавали 220 МФО (около 18% от общего числа МФО), но основной объем задолженности (свыше 60%) приходился на небольшое количество МФК, относящихся

1 POS (point of sale) – вид потребительского кредита, выдаваемый непосредственно в торговых точках.

2 NPL (non performing loans – просроченные кредиты) – объем кредитов в кредитном портфеле банка, по которым не выполняются условия кредитного договора. Как правило, кредиты попадают в NPL после того, как просрочка платежей по ним превышает определенный срок, обычно 90 дней.

3. Рынок микрофинансирования: итоги 2021 года и перспективы развития

к категориям крупных и средних (около 30 компаний). Уровень просроченной задолженности зависит от долговой нагрузки заемщика – на долю договоров с ПДН¹ более 80% в структуре совокупного потребительского портфеля приходится 47%².

В течение 2021 г. существенно изменилась структура финансирования микрофинансовых организаций: доля привлеченных средств от физических лиц составила 16% (за год снижение на 6 п.п.), привлеченные средства юридических лиц (за исключением кредитных организаций) – 39% (снижение на 14 п.п.). Вместе с тем увеличилась доля привлеченных средств от банков – в общей структуре привлеченных средств она достигла 45% (прирост на 20 п.п.); в абсолютном выражении объем банковского участия вырос в 2,5 раза. Количество МФО, которые привлекают финансирование от банков, оставалось стабильным с начала 2020 г. (около 40).

В среднем соотношение объема привлеченных средств к объему выданных займов в течение 2021 г. находилось в интервале от 14 до 21%, т.е. рынок МФО в большей степени был ориентирован на работу с собственными средствами.

В связи с обострением международной обстановки и усилением санкционного давления на Россию рынок микрофинансирования ожидает серьезное реформирование. Еще в конце 2021 г. ЦБ РФ планировал ужесточить регулирование работы микрофинансовых организаций, в том числе ввести уголовную ответственность за нелегальное кредитование. С начала года количество жалоб граждан на деятельность МФО выросло на 74%.

Планируемые изменения в законодательстве, регулирующем потребительское кредитование, будут способствовать дальнейшему переходу компаний из сегмента PDL в сегмент Installment, ужесточению скоринговых моделей МФО и уходу неэффективных участников с рынка. В частности, внесенный в Государственную Думу законопроект предлагает ввести следующие ограничения:

- снижение предельного размера полной стоимости кредита с 1 до 0,8% в день (с 365 до 292% годовых);
- снижение максимального размера выплат, которые МФО могут потребовать с должника, с 1,5 до 1,3 от размера займа (дополнительно к первоначальной сумме займа)³.

Проект поправок об ограничении предельных ставок потребительских кредитов подвергся критике в Думе – поступили предложения снизить ставки до 0,5%. По мнению участников рынка, это может быть неприемлемо для бизнеса МФО⁴: рентабельность уйдет в отрицательную зону, работа на этом рынке для многих его участников станет убыточной, его покинет большое количество игроков, оставшиеся будут пытаться изменить бизнес-модель.

В долгосрочной перспективе рынок микрофинансирования должен подвергнуться серьезным изменениям благодаря цифровой трансформации. Новые регуляторные нормы ЦБ РФ, связанные со снижением максимальных ставок и ужесточением кредитного скоринга, вынудят компании искать возможности снижать издержки, иначе избежать отрицательной

1 Показатель долговой нагрузки (ПДН) – соотношение всех платежей по кредитным обязательствам должника к его доходам.

2 По займам до 10 тыс. руб. МФО вправе не рассчитывать ПДН.

3 URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/39665/review_mfi_21Q3.pdf

4 URL: <https://www.rbc.ru/newspaper/2022/02/17/620cc9979a7947ee36fc8013>

рентабельности будет сложно. Выходом из этой ситуации может стать появление новых, в первую очередь крупных финтех-компаний, способных предложить технологическое решение проблем, например, проведение кредитного скоринга с использованием машинного обучения и предиктивной аналитики вместо повышения процентной ставки на наиболее рискованные категории клиентов. Реализация проектов Банка России в цифровой сфере (биометрическая идентификация, маркетплейс) также будет способствовать постепенной трансформации микрофинансового рынка. 

4. САНКЦИИ ПОКА НЕ ВЫЗВАЛИ РОСТА БЕЗРАБОТИЦЫ

Ляшок В.Ю., к.э.н., с.н.с. лаборатории исследований пенсионных систем и актуарного прогнозирования социальной сферы ИНСАП РАНХиГС

Экономические санкции и приостановка деятельности компаний пока не вызвали значительного роста безработицы, так как большинство компаний сохраняют своих работников и продолжают платить им полностью или частично заработную плату. Существуют риски постепенного нарастания уровня безработицы в силу снижения объемов найма.

Оперативные официальные статистические данные, позволяющие оценить ситуацию на рынке труда, практически отсутствуют. Результаты мартовского обследования рабочей силы будут доступны не ранее середины – конца апреля. Оперативная информация, имеющаяся у Министерства труда и социальной защиты, поступает только с крупных и средних предприятий, где работает менее половины всех занятых в России.

Имеющаяся в открытом доступе информация позволяет предполагать, что в настоящее время санкции отразились на рынке труда следующим образом.

Во-первых, столкнувшись с разрушением уже привычных производственных цепочек, бизнес начал сокращать объемы выпуска, а в отдельных случаях и полностью останавливать производство. Например, в условиях отсутствия достаточного запаса компонент (в первую очередь дефицитных для всего мира электронных чипов) АвтоВАЗ направляет своих работников в простой с соответствующим понижением заработной платы. Если в ближайшее время не удастся восстановить старые или наладить новые цепочки, к схожим решениям прибегнут и другие предприятия крупного и среднего бизнеса.

Во-вторых, многие зарубежные компании приостановили свою деятельность в России. Хотя точной статистики нет, отдельные кейсы (IKEA, McDonald's, различных заводов по сборке автомобилей – Renault, «Форд Соллерс», Hyundai, Nissan, Toyota, «Автотор холдинг») показывают, что компании сохраняют сотрудников и продолжают платить им заработную

плату в полном объеме или частично в соответствии с российским законодательством по оплате труда в простое: 2/3 от средней заработной платы. При этом сегмент таких компаний на российском рынке труда сравнительно не высок – не более 1 млн работников даже при учете связанных с ними российских предприятий, например, фермерских хозяйств, производящих продукцию для продажи напрямую в McDonald's.

Таким образом, санкции пока не привели к мгновенному скачку безработицы, как это было в марте-апреле 2020 г., когда за два месяца ее уровень вырос на 1,4 п.п. Скорее, стоит ожидать медленного роста безработицы, так как предприятия сначала будут переводить работников в простой и административные отпуска и только затем, при сохранении сложившейся ситуации, станут прибегать к увольнениям.

В конце февраля – начале марта число увольнений по собственному желанию предположительно даже может снизиться, так как в условиях неопределенности работники будут стремиться удержаться на текущей работе как можно дольше. Именно такая картина наблюдалась на российском рынке труда в 2020 г. Тем не менее, поскольку с конца февраля в России произошло резкое сокращение объема наймов, уровень безработицы будет постепенно нарастать.

Сокращение числа наймов при отсутствии значительного притока ищущих работу отмечено крупнейшим российским частным агентством занятости HeadHunter. Согласно данным компании, за три недели между 14–20 февраля и 7–13 марта численность активных резюме сократилось на 12,6%. В то же время число резюме, созданных или обновленных за последние 60 дней, увеличилось на 8,3%, что соответствует сезонной динамике последних нескольких лет. В результате hh.индекс, показывающий отношение числа активных резюме к количеству активных вакансий, вырос с 3,9 в середине февраля до 4,8 во второй неделе марта.

Наибольшее снижение числа вакансий наблюдалось в столичных регионах (рис. 1). В первую очередь уменьшилось число вакансий в таких профессиональных сферах, как страхование (-48%), автомобильный бизнес (-27%), управление персоналом (-22%); в меньшей степени – в сфере безопасности (-3%), медицине и фармацевтике (-6%). Численность вакансий на госслужбе и в НКО выросла за этот же период на 21%.



Рис. 1. Динамика числа активных вакансий на сайте hh.ru между 14–20 февраля и 7–13 марта, %

Источник: данные hh.ru.

4. Санкции пока не вызвали роста безработицы

Телефонный опрос ИНСАП РАНХиГС, проведенный во вторую неделю марта¹, также не показал увеличения доли безработных по сравнению с январским опросом. Лишь около 3% наемных работников отметили, что на основной работе на момент опроса их перевели в оплачиваемый, частично оплачиваемый или вынужденно неоплачиваемый отпуск, еще 2% – перевели на сокращенное рабочее время. Лишь 3% работников указали на задержки заработной платы за февраль. В целом такие значения являются стандартными для российского рынка труда.

Большинство работников смотрят в будущее со сдержанным оптимизмом; 78% работников оценивают риск потерять работу в следующем месяце как низкий или очень низкий; 73% работающих респондентов предполагают, что их заработная плата в марте не изменится или даже вырастет; 80% работников считают, что в марте они будут трудиться как обычно, тогда как 3% считают, что могут потерять работу; 7% – затруднились ответить; оставшиеся 9% считают, что их переведут на различные варианты отпуска или сокращенного рабочего дня.

Таким образом, рост безработицы в весенние месяцы окажется ограниченным. Однако при сохранении экономических санкций и в условиях приостановки работы российских и зарубежных организаций, в летние месяцы можно ожидать постепенного нарастания числа увольнений и введения предприятиями более жестких механизмов, позволяющих снизить издержки на труд: переводы не в простой, при котором предприятия вынуждены выплачивать большую долю заработной платы, а в неоплачиваемые административные отпуска; малый бизнес также может прибегнуть к задержкам заработных плат.

Предсказать масштабы безработицы в настоящее время практически невозможно из-за слишком большого количества неопределенных внешних эффектов. Более того, представляется, что сейчас точность всех открытых прогнозов очень низка. Тем не менее уже с марта можно ожидать снижения размеров заработных плат в реальном выражении для большинства российских работников. Экономические санкции так или иначе будут негативно влиять на большинство сфер российской экономики, поэтому снижение размеров оплаты труда будут ощущать практически все занятые в России. 

¹ Опрос проводился 9–10 марта 2022 г., размер выборки составил 1630 респондентов. Опрашивались граждане России в возрасте 18 лет и старше по всем регионам России. Квоты на страты распределялись в соответствии с данными Росстата.