

## Раздел 3. Финансовые рынки и финансовые институты

### 3.1. Российский финансовый рынок<sup>1</sup>

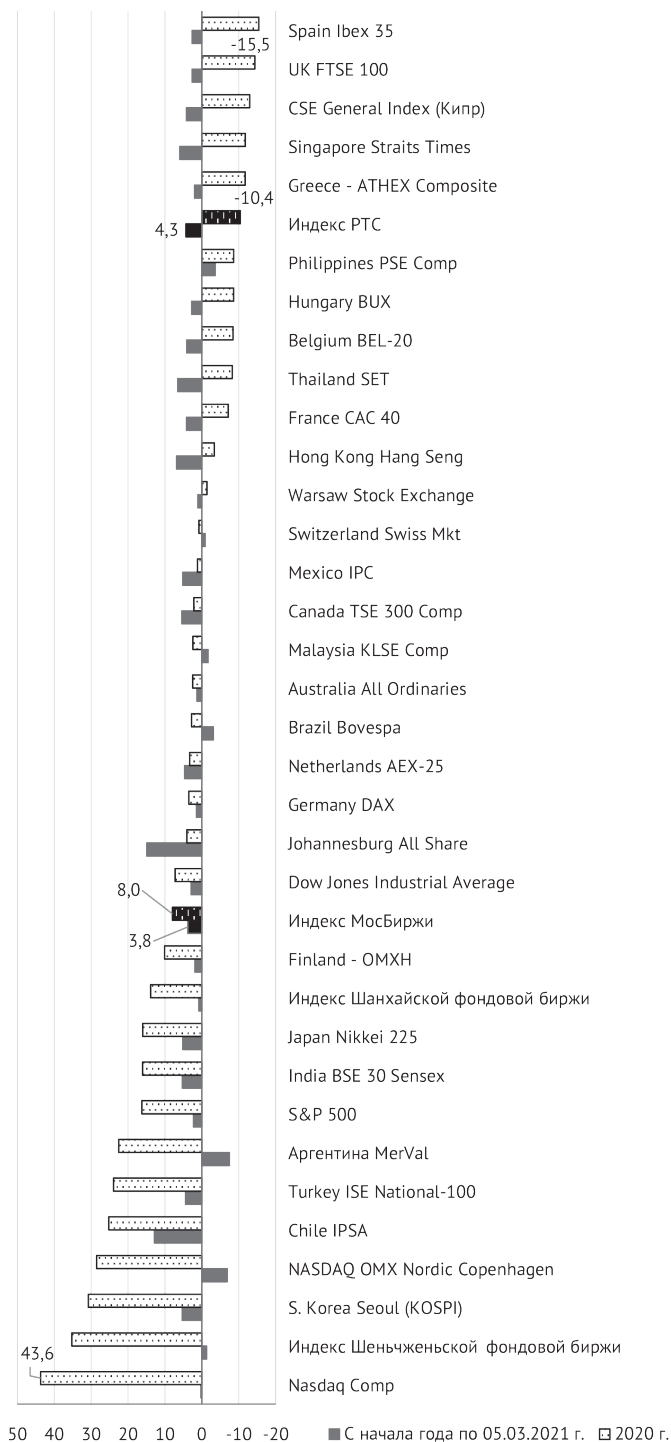
#### 3.1.1. Рынок акций в 2020 г. и в I квартале 2021 г.

В 2020 г. после внезапного финансового шока в марте, вызванного реализацией рискованных активов инвесторами на фоне начинающейся эпидемии коронавируса, фондовые рынки многих стран восстанавливались быстрее, чем экономические индикаторы. Подтвердилась традиционная гипотеза о том, что стоимость финансовых активов в большей мере зависит от будущих ожиданий инвесторов, чем от прошлых событий.

Как показано на *рис. 1*, в 2020 г. из 36 наблюдаемых фондовых индексов стран в разных валютах положительную годовую доходность показали индексные портфели 23 стран. При этом наиболее высокую доходность принесли индексы, в которых преобладали акции технологических компаний: индекс NASDAQ Comp. (CIF) вырос на 43,6%, индекс Шеньчженьской фондовой биржи (Китай) – на 35,2%, индекс NASDAQ OMX Nordic Copenhagen (скандинавские страны) – на 28,5%. Наихудшие результаты показали индексы тех стран, чья экономика наиболее пострадала от эпидемии, а также Великобритании, испытывавшей дополнительные трудности от Brexit. Индекс испанской биржи снизился за год на 15,5%, индекс FTSE 100 (Великобритания) – на 14,3%, индекс кипрской фондовой биржи – на 13,0%, индекс Straits Times (Сингапур) – на 11,8% и греческий индекс Athex Composite – на 11,7%.

Несмотря на то что в 2020 г. ВВП России сократился значительно меньше, чем во многих развитых и развивающихся странах, валютный индекс РТС снизился на 10,4%, попав в шестерку стран с самыми слабыми результатами индексных портфелей. Это связано, прежде всего, с резким падением цен на

1 Авторы раздела: *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.



*Рис. 1. Доходность 36 мировых фондовых индексов на крупнейших биржах, 2020 г. и 2021 г. по состоянию на 5 марта, % годовых*

*Источник: расчеты авторов по данным The Wall Street Journal.*

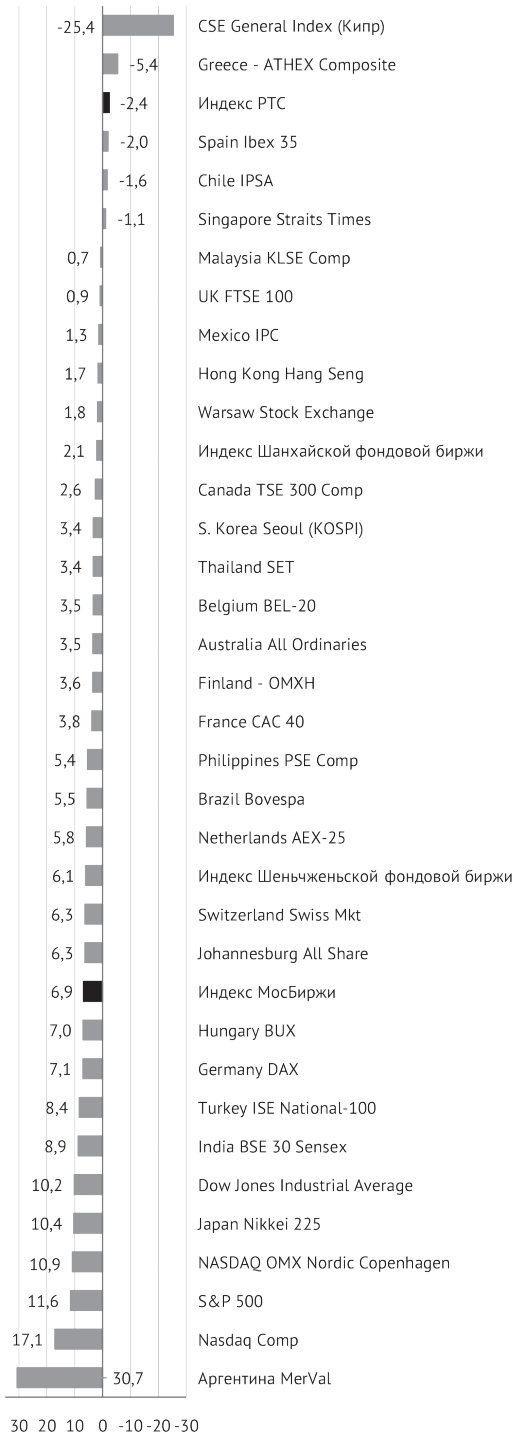


Рис. 2. Среднегеометрическая доходность 36 мировых фондовых индексов на крупнейших биржах за период 2010–2020 гг., % годовых

Источник: расчеты авторов по данным The Wall Street Journal.

нефть в условиях высокого уровня зависимости российской экономики от экспорта сырьевых ресурсов. В течение первых двух месяцев 2021 г. оба российских фондовых индекса росли темпами выше среднего. По состоянию на 5 марта 2021 г. доходность индекса РТС составила 4,3%, индекса Мосбиржи 3,8%, что было вызвано более быстрым ростом цен на нефть в условиях восстановления мировой экономики и действия ограничений по добыче нефти между странами ОПЕК+, а также относительной стабилизацией курса рубля.

На 10-летнем временном горизонте с 2010 г. по 2020 г. среднегеометрическая доходность инвестиций в российские акции в долларах оказалась одной из худших из группы 36 фондовых индексов (*рис. 2*). Среднегодовая доходность индекса РТС составила -2,4%, т.е. немногим лучше доходности переживающих многолетние финансовые кризисы стран – греческого индекса Athex Composite с доходностью -5,4% годовых и кипрского индекса CSE General, который в среднем за год снизился на 25,4%. На долгосрочном временном горизонте отрицательная доходность индекса РТС обусловлена низкой доходностью акций сырьевых компаний в условиях долгосрочной стагнации роста цен на экспортируемые ими ресурсы, а также ослаблением курса рубля.

За тот же период времени среднегодовая доходность индекса Мосбиржи достигла 6,9%, что в большей мере связано с ослаблением курса рубля, а не с результатами деятельности самих компаний.

Как показано на *рис. 3*, в 2020 г. курс российского рубля к доллару США снизился на 16,2%, что оказалось одним из самых значительных снижений из валют 27 стран и регионов в выборке. Учитывая, что на фоне многих стран мира Россия характеризовалась высокими показателями финансовой устойчивости, нахождение рубля среди валют стран с нестабильным финансовым положением (Аргентины, Бразилии, Турции и Украины) может объясняться преимущественно влиянием шока на нефтяном и газовом рынках. Во многом это было связано с отказом от мер поддержки рубля в виде сокращения продаж на бирже валюты Минфином, начиная с второй половины 2020 г. За два месяца 2021 г. по состоянию на 5 марта 2021 г. курс рубля дополнительно снизился на 0,4%, что, впрочем, оказалось меньше, чем снижение стоимости 18-ти других валют за рассматриваемый период.

Во время кризиса в 2020 г. на 25,1% выросли мировые цены на золото, что отражало стремление глобальных инвесторов в условиях низкой доходности государственных облигаций найти «тихую гавань» для своих активов. Однако только за первые два месяца 2021 г. цены на золото снизились на 10,3%, что было вызвано повышением склонности инвесторов к более рискованным активам на фоне позитивной информации о высоких темпах восстановления экономик и начала вакцинации населения. Также усилились дискуссии о том, что снижение цен на золото может быть вызвано сокращением спроса на данный актив из-за его замещения в качестве средства накопления становящимися все более популярными цифровыми финансовыми активами<sup>1</sup>.

---

1 *Vigna Paul*. Bitcoin's Value Is All in the Eye of the 'Bithodler'. The Wall Street Journal on-line, Feb.20, 2021; *Gallagher Tyler*. Will Crypto Replace Gold As The Go-To Inflation Hedge In 2021? Forbes on-line, Feb. 20, 2021.

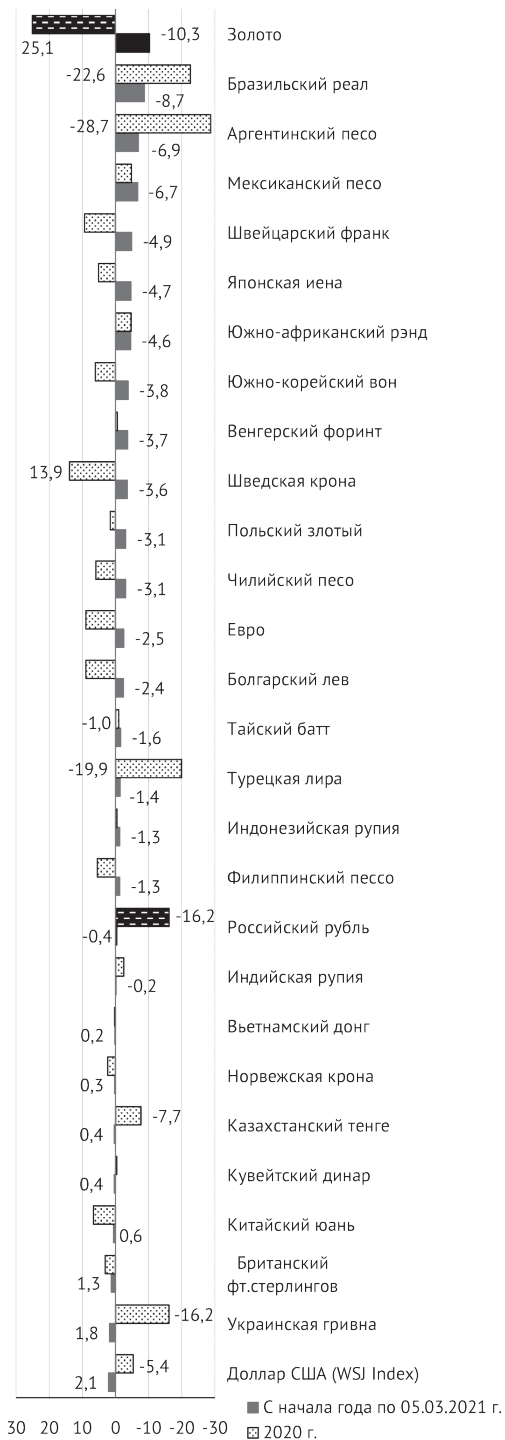


Рис. 3. Изменение стоимости национальных валют 27 стран и золота в 2020 г. и в 2021 г. по состоянию на 5 марта, %  
 Источник: расчеты авторов по данным Bloomberg и The Wall Street Journal.

2020 г. стал тяжелым испытанием для экономики и финансовых рынков многих стран мира из-за эпидемии коронавируса. В этот кризис многие из них вошли еще не полностью восстановившись после кризиса 2008 г. в условиях низких ключевых ставок, завышенных балансов центральных банков после количественных смягчений и значительных государственных долгов.

В академических исследованиях предлагаются разные критерии для определения финансовых кризисов. В нашем случае используется самый простой критерий, предложенный в работах Барро и Урсуа<sup>1</sup>, Рейнхарт и Рогоффа<sup>2</sup>, согласно которому финансовым кризисом является снижение цен на акции (фондовых индексов) на 25% и более.

За последние 25 лет падения индекса РТС глубиной более 25% происходили 4 раза: в 1997–1998 гг., в 2008 г., 2014 г. и начиная с 2020 г. (табл. 1). Каждый из четырех финансовых кризисов сопровождался снижением цен на нефть и девальвацией рубля. Шоки нефтяных цен ухудшали параметры финансовой стабильности компаний и государственного бюджета, а девальвация рубля приводила к экстренным оттокам иностранных капиталов из ценных бумаг российских эмитентов.

С каждым новым кризисом шоки индекса РТС становятся все менее глубокими. Если в конце 1990-х годов максимальное снижение индекса с июля 1997 г. составило 91,3%, то за три месяца 2020 г. он упал лишь на 34,5% к пику декабря 2019 г. Аналогичные закономерности наблюдались с рублевым индексом Мосбиржи, за исключением того, что с января 2020 г. он снизился на 18,5%, т.е. немного больше, чем в 2014 г., когда падение составило 13,2%. Напротив, глубина ценовых шоков на рынке нефти с годами усиливается от -58,3%, начиная с декабря 1996 г., до -72,7% с января 2020 г.

Это свидетельствует о том, что российская экономическая политика в широком смысле слова хотя и не обеспечивает необходимых структурных изменений экономики, тем не менее, с каждым разом все лучше приспосабливается к шокам глобальных рынков. Например, в 1997–1998 гг. кризис развивающихся рынков в России был усилен из-за внутренних проблем в виде несбалансированного бюджета и отсутствия достаточных золотовалютных резервов. Наоборот, во время кризиса 2020 г., вызванного коронавирусом, Россия проводила активную политику поддержания финансовой стабильности в виде бюджетного правила, взаимодействия со странами-членами ОПЕК+, использования ресурсов Фонда национального благосостояния, что позволило существенно смягчить влияние внешнего шока на финансовый рынок.

Вместе с тем без структурной перестройки в целом успешная политика поддержания финансовой стабильности не обеспечивает устойчивого роста экономики и финансового рынка. С каждым новым кризисом цены на нефть редко возвращаются к предкризисным уровням, отчасти из-за изменений

1 Barro, Robert and Jose F. Ursua. Stock Market Crashes and Depressions. NBER Working Paper 14760. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass. February, 2009 г.

2 Рейнхарт К.М., Рогофф К.С. На этот раз все будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства, 2009. / Кармен М. Рейнхарт, Кеннет С. Рогофф [пер. с англ. Д. Стороженко]. М.: Карьера Пресс, 2011.

Таблица 1

**Основные параметры финансовых кризисов в России за период с июля 1997 г. по февраль 2021 г.**

Индекс, месяц и год пикового значения	Период достижения дна (месяцев)	Максимальное снижение, %	Период восстановления индекса с предкризисного пика, месяцев	Завершение восстановления	Текущее значение не восстановившегося индекса, % (пик = 100%)
<b>Индекс РТС:</b>					
Июль 1997 г.	14	-91,3	73	Да	
Май 2008 г.	8	-78,2	153	Нет	57,4
Февраль 2014 г.	13	-48,9	72	Да	
Декабрь 2019 г.	3	-34,5	12	Нет	89,6
<b>Индекс Мосбиржи:</b>					
Август 1997 г.	12	-79,1	21	Да	
Май 2008 г.	6	-68,2	95	Да	
Февраль 2014 г.	4	-13,2	11	Да	
Январь 2020 г.	2	-18,5	10	Да	
<b>Цена нефти Brent:</b>					
Декабрь 1996 г.	24	-58,3	37	Да	
Июль 2008 г.	5	-68,9	151	Нет	46,5
Июнь 2014 г.	19	-72,6	80	Нет	55,7
Декабрь 2019 г.	4	-72,7	14	Нет	92,5
<b>Рост валютного курса (руб./долл.) на 5.03.2021:</b>					
Мая 1998 г.				Нет	в 12,0 раз
Мая 2008 г.				Нет	в 3,1 раза
Июня 2014 г.				Нет	в 2,2 раза
Декабря 2019 г.				Нет	на 19,9%

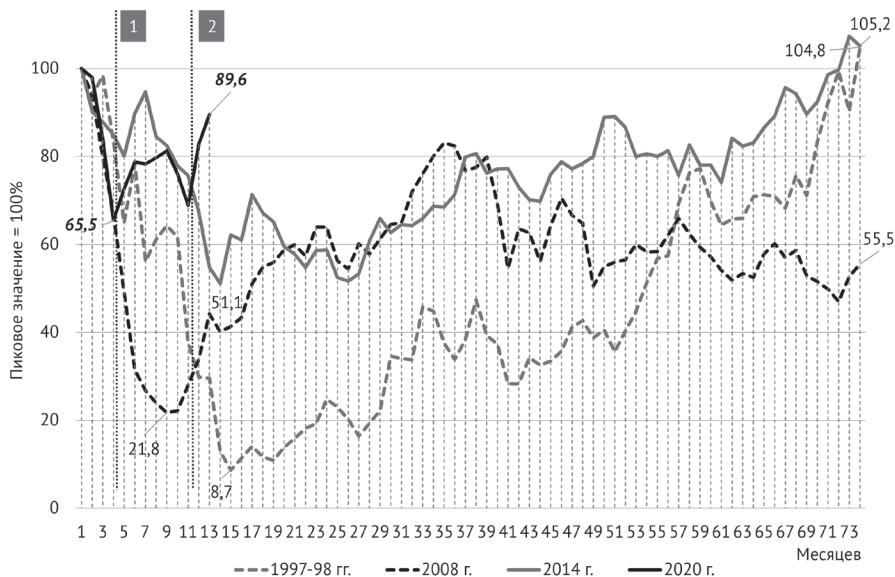
Источник: расчеты авторов по данным Мосбиржи, Банка России и ресурса: <http://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=pet&s=rbrte&f=m>

технологии и структуры мировой экономики. Особенно тяжелыми были последствия спада с июля 2008 г., когда цены на нефть марки Brent так и не вернулись к предкризисным значениям в течение 151 месяца и по состоянию на февраль 2021 г. достигли лишь 46,5% их предкризисного уровня. Более того, после июня 2014 г. случилась новая глобальная волна снижения нефтяных цен; 80 месяцев спустя цена на нефть марки Brent достигла лишь 55,7% ее уровня июня 2014 г. Добыча нефти и газа постепенно утрачивают роль драйвера российской экономики.

Другим последствием сложившейся структуры экономики являются регулярные ослабления рубля, оказывающие отрицательное влияние на привлекательность ценных бумаг российских эмитентов для нерезидентов и для стратегий долгосрочных сбережений внутренних инвесторов. Во время четырех финансовых кризисов подешевевший рубль ни разу не возвращался к своим исходным предкризисным значениям.

Как показано на *рис. 4*, среди всех четырех финансовых кризисов в России падение индекса РТС, в котором акции российских ПАО оцениваются в долларах, в 2020 г. было наименьшим. Оно составило всего -34,5% по сравнению с -91,3% во время кризиса 1997–1998 гг., -78,2% в 2008 г. и -48,0% в 2014 г. С высокой вероятностью можно предполагать, что его восстановление в 2021 г. произойдет значительно раньше, чем было прежде. По состоянию на начало марта 2021 г. всего за 12 месяцев индекс РТС восстановился до 89,6% предкризисного пика.

Несмотря на рекордный спад экономик разных стран во время коронавируса, восстановление фондовых индексов во многих из них произошло еще до конца 2020 г. (*рис. 1*), поскольку динамика фондовых индексов в большей мере определялась ожиданиями быстрого восстановления экономик и успехов в производстве вакцин. Специфическим фактором быстрого восстановления индекса РТС стало достижение в апреле 2020 г. договоренности о поддержании цен на нефть в рамках ОПЕК+.



**Примечания.**

1. Март 2020 г. Минимальное значение индекса РТС. Возобновление восстановления индекса после заключения 12 апреля 2020 г. новой сделки ОПЕК+ по ценам на нефть.
2. Октябрь 2020 г. начало новой волны роста индекса после выборов президента США и выхода благоприятных новостей о восстановлении глобальной экономики и о прогрессе в разработке вакцин от коронавируса.

*Рис. 4.* Изменения индекса РТС по отношению к его пиковым значениям в июле 1997 г., мае 2008 г., феврале 2014 г. и декабре 2019 г. на временном горизонте до 73 месяцев по состоянию на февраль 2021 г., % (пик = 100%)

*Источник:* расчеты авторов по данным Мосбиржи.



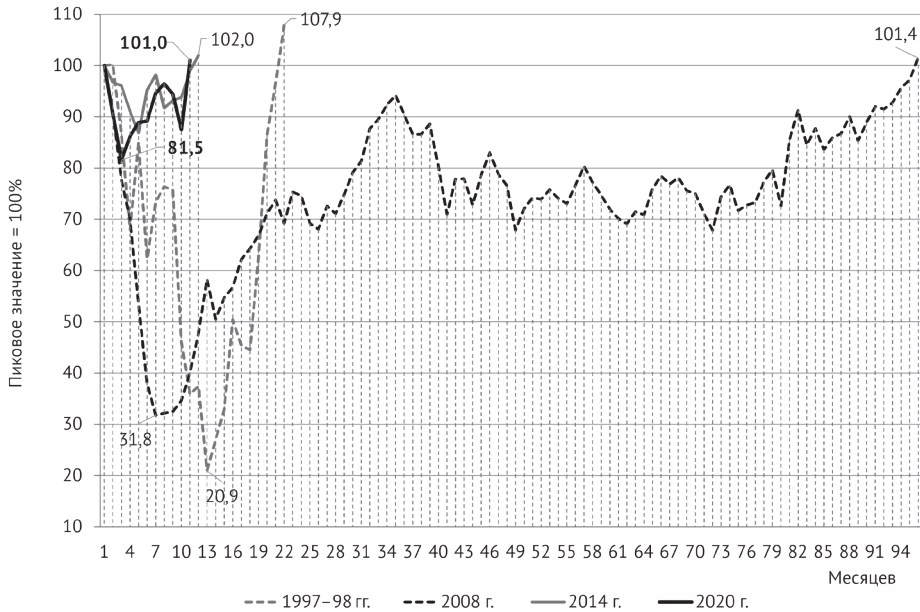


Рис. 5. Изменения индекса Мосбиржи по отношению к его пиковым значениям в августе 1997 г., мае 2008 г., феврале 2014 г. и январе 2020 г. на временном горизонте до 95 месяцев по состоянию на февраль 2021 г., % (пик = 100%)

Источник: расчеты авторов по данным Мосбиржи.

Как показано на рис. 5, индекс Мосбиржи, в котором акции компаний оцениваются в рублях, восстановился уже в 2020 г. всего за 10 месяцев. Его более быстрое восстановление, чем индекса РТС, было вызвано ослаблением рубля в пределах 20%, случившимся за указанный период. Во время других трех финансовых кризисов (1997–1998 гг., 2008 г. и 2014 г.) индекс Мосбиржи также восстанавливался быстрее по аналогичной причине.

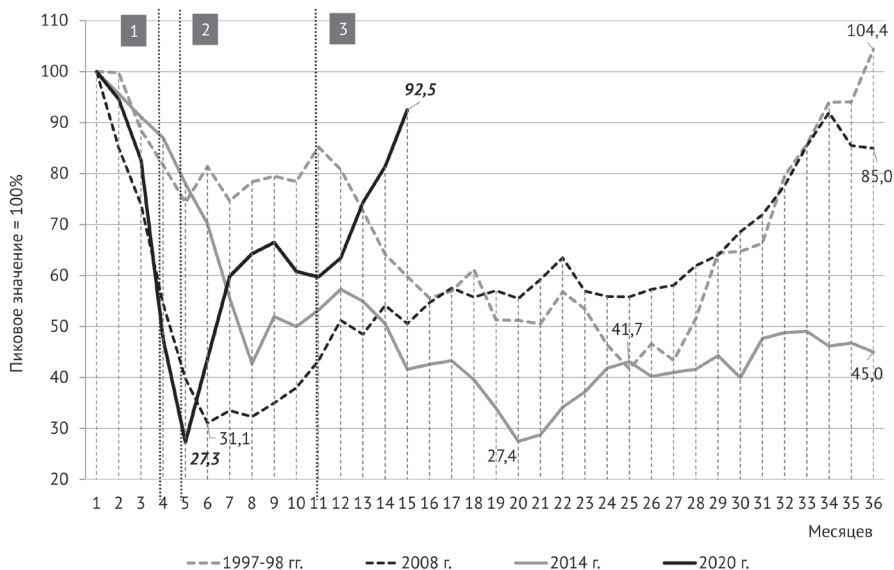
Опережающее восстановление фондовых рынков по сравнению с экономикой, было характерно для многих стран в 2020 г. Американский экономист Paul Kaplan<sup>1</sup> показал, что среди 18 самых серьезных финансовых кризисов в США за 150-летний период, с 1870 г. по 2020 г., по критерию глубины снижения цен акций и продолжительности, кризис 2020 г., вызванный эпидемией Covid-19, являлся самым коротким и неглубоким. После снижения на 20% (в реальном выражении) с декабря 2019 г. по март 2020 г. фондовый рынок США полностью восстановился всего за четыре месяца и вернулся к своему предыдущему уровню в июле 2020 г. Экономист сделал вывод о том, что после каждого из 18-ти кризисов рынок акций американских компаний всегда

1 Kaplan Paul. In Long History of Market Crashes, Coronavirus Crash Was the Shortest. Morningstar on-line, March 9.2021. URL: <https://www.morningstar.com/articles/1028407/in-long-history-of-market-crashes-coronavirus-crash-is-short>

восстанавливался к исходному уровню, однако скорость восстановления рынков, в том числе в 2020 г., невозможно предсказывать.

Несмотря на то что падение цен на нефть марки Brent в 2020 г. было самым значительным по сравнению с предыдущими тремя кризисами, вероятно, ее восстановление до предкризисного значения произойдет в 2021 г. быстрее, чем ранее. По состоянию на начало марта 2021 г. цена нефти достигла уже 89,6% пика декабря 2019 г. (рис. 6). В первую очередь это обусловлено быстрыми темпами восстановления мировой экономики, начавшегося со второй половины 2020 г.

Ценовой шок на рынке нефти весной 2020 г. был усилен из-за неожиданного разрыва соглашения о поддержании цен в рамках ОПЕК+, случившегося 6 марта 2020 г. из-за конфликта между Саудовской Аравией и Россией. Однако



**Примечания.**

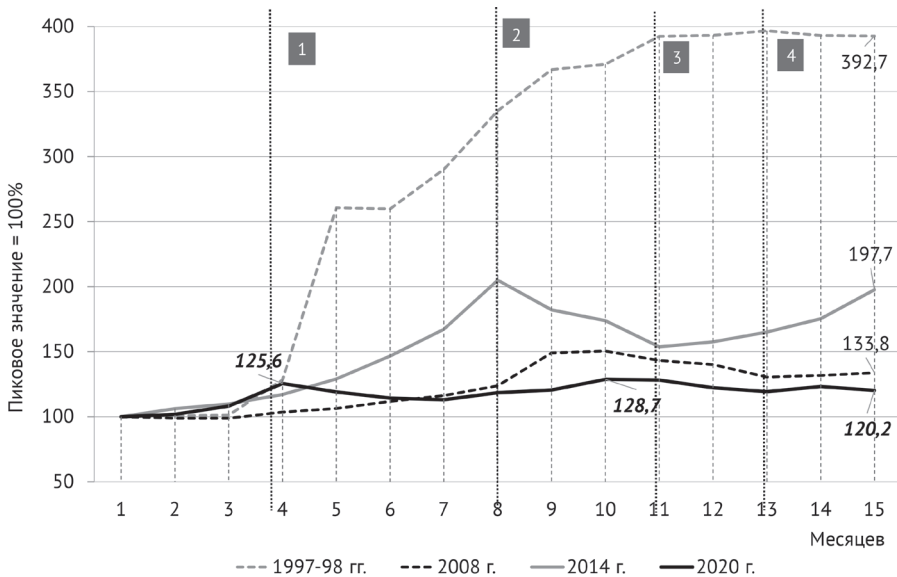
1. Март 2020 г. Развал старой сделки ОПЕК+ об ограничениях цен на нефть 6 марта 2020 г.
2. Возобновление роста цен на нефть после заключения 12 апреля 2020 г. новой сделки ОПЕК+ по ценам на нефть.
3. Октябрь 2020 г. Начало новой волны роста цен на нефть после выборов Президента США и выхода благоприятных новостей о восстановлении глобальной экономики и прогрессе в разработке вакцин от коронавируса.

*Рис. 6. Изменения среднемесячных значений цен нефти марки Brent к их пиковым значениям в декабре 1996 г., июле 2008 г., июне 2014 г. и декабре 2019 г. на временном горизонте до 36 месяцев по состоянию на февраль 2021 г., % (пик = 100%)*

Источник: расчеты авторов по данным ресурса: URL: <http://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=p&t=s&rbrte&f=m>

оперативное достижение нового соглашения об ограничениях производства нефти 12 апреля 2020 г. способствовало началу восстановления цен на нефть. Новый импульс роста нефтяных цен с ноября 2020 г. придали позитивные новости о восстановлении мировой экономики и производстве вакцин от коронавируса.

На фоне быстрого восстановления нефтяных цен в начале 2021 г. представители ряда глобальных инвестиционных банков, например, JP Morgan заявили о начале нового долгосрочного цикла повышения цен на нефть и другие сырьевые ресурсы в условиях повышенного спроса на них и мягкой денежно-кредитной политики центральных банков разных стран<sup>1</sup>.



#### Примечания.

1. Март 2020 г. Начало продажи валюты на рынке Минфином России в рамках бюджетного правила и Банком России после сделки с пакетом акций Сбербанка.
2. Июль 2020 г. Сокращение дневных объемов продаж валюты на рынке Минфин в среднем до 6 млрд руб. в июле и 3 млрд руб. в августе.
3. Октябрь 2020 г. Увеличение дневных объемов продаж валюты Минфином в среднем до 8 млрд руб.
4. С января 2021 г. Минфин России начал закупать валюту на рынке.

*Рис. 7. Изменения ежемесячных значений курса доллара в рублях по отношению к его пиковым значениям в мае 1998 г., мае 2008 г., июне 2014 г. и декабре 2019 г. на временном горизонте до 15 месяцев по состоянию на февраль 2021 г., % (пик = 100%)*

Источник: расчеты авторов по данным Банка России.

1 Goldstein Steve. The fifth commodity super cycle has started, says highly regarded JP Morgan strategist. Market Watch on-line, Feb. 11, 2020.

Финансовый кризис 2020 г. сопровождался более умеренным ослаблением рубля по сравнению с шоками 1997–1998 гг., 2008 г. и 2014 г. (рис. 7). С января 2020 г. по март 2021 г. курс доллара в рублях укрепился на 20,2%. В 1998 г. за аналогичный 14-месячный период валютный курс вырос в 3,9 раза, с июня 2014 г. – в 2,0 раза, а в 2008–2009 гг. в процессе «управляемой» девальвации рубля курс доллара вырос на 33,8%. В 2020 г. Минфин России и ЦБ РФ обеспечивали поддержку курса рубля от чрезмерных колебаний. Во время шокового падения финансовых рынков в марте 2020 г. стабильность курса рубля поддерживалась Минфином в рамках бюджетного правила, предполагающего продажу ведомством части валюты на рынке в случае необходимости привлечения средств ФНБ для финансирования бюджетных расходов, а также Банком России за счет реализации им на рынке валютной выручки от продажи пакета акций Сбербанка. В дальнейшем Минфин периодически снижал или повышал объемы валюты, ежедневно продаваемой на Московской бирже, в результате чего рубль соответственно ослабевал или укреплялся (рис. 7).

До настоящего времени не существует однозначного объяснения, почему обвал финансового рынка, прежде всего в США, внезапно случился именно в понедельник, 16 марта 2020 г. Статья, опубликованная в *Wall Street Journal* (2020)<sup>1</sup> позволяет воспроизвести события, происходившие за 2–3 дня до этого.

В воскресенье 15 марта в 5 часов вечера Председатель ФРС Джером Пауэлл неожиданно объявил о внеплановом снижении процентных ставок и заявил о готовности поддержать ликвидность на фондовом рынке на сумму 700 млрд долл.<sup>2</sup> Рынок ждал, что вопрос о снижении ставок будет обсуждаться согласно планам ФРС лишь в среду, 18 марта. Внезапное решение ФРС, объявленное на три дня раньше намеченного срока, серьезно насторожило рынок и во многом сыграло роль «масла», подливаемого в огонь.

Решение ФРС было вызвано резким обострением спроса на денежные средства одновременно у многих инвесторов в сочетании с тем, что из-за регуляторных ограничений у крупнейших банков резервов ликвидности, которые они могли задействовать без нарушения нормативов и требований о достаточности капитала, явно не хватало. Утром 16 марта 2020 г. из-за опасения перед надвигающимся экономическим спадом начались массовые выходы инвесторов из фондов денежного рынка и взаимных фондов облигаций. Чтобы рассчитаться с пайщиками фондам потребовалось продать крупный пакет облигаций на рынке, где они столкнулись с нежеланием банков использовать денежные средства на их приобретение.

С серьезными затруднениями на рынке муниципальных облигаций столкнулся ряд муниципалитетов, попытавшихся выпустить дополнительные займы и рефинансировать прежние долги на фоне резкого ухудшения статистики по заболеваниям коронавирусом.

---

1 *Baer Justin*. The Day Coronavirus Nearly Broke the Financial Markets // *The Wall Street Journal* on-line, May 20, 2020.

2 *Timiraos Nick*. Fed Slashes Rates to Fight Coronavirus Slowdown // *The Wall Street Journal* on-line, March 15, 2020.

Таким образом, можно предположить, что события 16 марта 2020 г. возникли, прежде всего, как кризис ликвидности в результате внезапного осознания участниками рынка рисков надвигающейся эпидемии коронавируса и ее последствиями в сочетании с неготовностью банковской системы выступить в качестве временного стабилизатора дефицита ликвидности из-за чрезмерных регуляторных требований. Именно поэтому в дальнейшем ФРС США была вынуждена взять ответственность за преодоление шока ликвидности на себя.

После падения фондовых индексов в пяти странах БРИКС в 2008 г. до настоящего момента не восстановились до предкризисного уровня индексы в России и Бразилии (табл. 2, рис. 8). В течение 153-х месяцев с мая 2008 г. индекс РТС достиг 57,4% прежнего уровня, индекс MSCI Бразилия – всего 34,6%. Индекс РТС, рассчитываемый с учетом реинвестирования дивидендов, восстановился до предкризисного уровня за 140 месяцев. Кризис фондовых рынков, случившийся в марте 2020 г. в начале пандемии, во многом затруднил восстановление индексов акций российских и бразильских компаний.

Индексы трех других стран БРИКС сумели более быстро восстановиться до предкризисных уровней 2008 г.: MSCI Индия – за 22 месяца, MSCI ЮАР – 28 месяцев и MSCI Китай – 82 месяца. Индексы китайских и индийских компаний более стремительно восстановились и после спада в марте 2020 г., по состоянию на начало марта 2021 г. индекс MSCI Индия составил 141,1% от предкризисного уровня 2008 г., MSCI Китай – 163,1%. Индекс MSCI ЮАР в 2020 г. восстанавливался также успешнее российского и бразильского индексов, в начале марта он достигал 95,9% предкризисного уровня 2008 г.

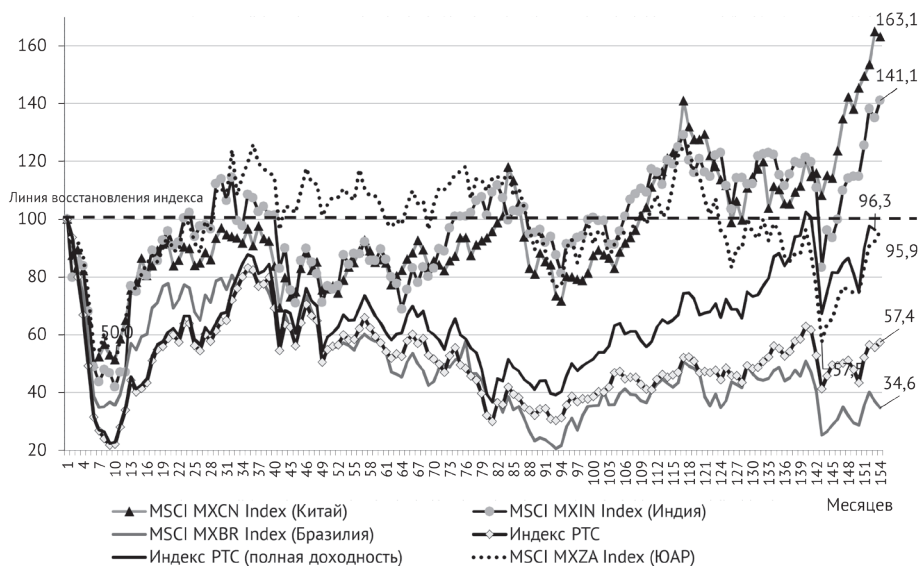
Разные скорости восстановления фондовых индексов двух групп стран – членов объединения БРИКС, наблюдавшиеся после кризисов 2008 г. и 2020 г., связан с большей диверсификацией экономик Индии, Китая и отчасти ЮАР по сравнению со структурой экономик России и Бразилией, а также рядом особенностей этих стран. На медленное восстановление фондового рынка в России влияют санкции, ограничивающие приток иностранных инвестиций, а в Бразилии – повышенный уровень макроэкономической нестабильности, усилившейся во время эпидемии COVID-19.

Таблица 2

**Восстановление фондовых индексов стран БРИКС в долларах США после кризиса 2008 г. по состоянию на 28 февраля 2021 г.**

Индексы	Период восстановления индекса с мая 2008 г., месяцев	Завершение восстановления	Текущее значение индекса, % (май 2008 = 100%)
РТС	153	Нет	57,4
РТС – полная доходность	140	Да	96,3
MSCI Бразилия	153	Нет	34,6
MSCI ЮАР	28	Да	95,9
MSCI Индия	22	Да	141,1
MSCI Китай	82	Да	163,1

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.



*Рис. 8.* Глубина и продолжительность влияния кризиса 2008 г. на фондовые индексы стран БРИКС в долларах США по состоянию на 28 февраля 2021 г. (пик в мае 2008 г. = 100%)

*Источник:* расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

Анализируя историю фондового рынка США за период с 1870 г. по 2020 г., П. Каплан<sup>1</sup> выделил 18 крупных шоков на рынке акций и показал, что после всех указанных финансовых кризисов фондовые индексы всегда восстанавливались до предкризисного уровня. При этом период восстановления рынка акций в США в 2020 г. был самым стремительным из всех прежних 18 кризисов.

Однако полное восстановление рынков акций иногда происходит очень медленно, а в ограниченном числе случаев, встречающихся в истории, не завершено и сейчас по прошествии многих лет после кризиса. Самыми долгосрочными кризисами в истории фондовых рынков считаются спады американского рынка акций во времена Великой депрессии 1929–1933 гг., а также акций японских компаний после 1989 г. Восстановление фондового индекса Доу Джонс Индастриал Эвередж (DJIA) в США после Великой депрессии продолжалось 303 месяца, или 25,3 года (*табл. 3 и рис. 9*). В 2015 г. данный антирекорд был побит японским индексом NIKKEI-225, который по состоянию на 5 марта 2021 г. не может восстановиться уже в течение 374 месяцев, т.е. более 31 года. Его значение в марте 2021 г. составляло лишь 74,4% от пика 1989 г.

<sup>1</sup> *Kaplan Paul.* In Long History of Market Crashes, Coronavirus Crash Was the Shortest. Morningstar on-line, March 9, 2021. URL: <https://www.morningstar.com/articles/1028407/in-long-history-of-market-crashes-coronavirus-crash-was-the-shortest>.

Отчасти более быстрое восстановление японского рынка акций в 2017–2020 гг. стало возможным благодаря реализуемым с 2016 г. Банком Японии мерам количественного смягчения, предусматривающим приобретение им паев частных биржевых фондов (ETFs) акций на сумму до 6 трлн йен (около 55 млрд долл.) в расчете на год. В 2020 г. данный лимит был увеличен вдвое, с 9 марта 2021 г. Банк Японии заявил о начале снижения лимита<sup>1</sup>.

На фоне указанных кризисов восстановление российского индекса РТС и MSCI Бразилия соответственно до уровней 57,6 и 34,6%, продолжающееся 153 месяца, пока ближе к траектории восстановления рынков при средне-срочных кризисах. После финансового кризиса в Южной Корее, случившегося в 1989 г. индекс KOSPI восстанавливался 183 месяца, а вслед за кризисом dot.com компаний в США в 2000 г. индекс NASDAQ вернулся к предкризисным значениям спустя 177 месяцев.

Таблица 3

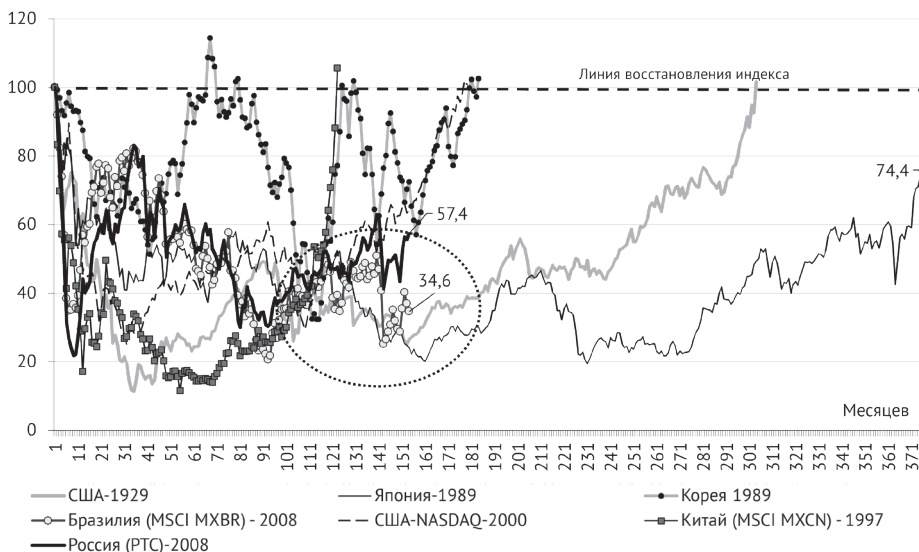
**Наиболее длительные периоды восстановления фондовых индексов стран по состоянию на 28 февраля 2021 г.**

Страна (Индекс-год начала кризиса)	Период восстановления индекса от пика, месяцев	Завершение восстановления	Текущее значение не восстановившегося индекса, % (пик = 100%)
Япония (Nikkei – 1989)	374	Нет	74,4
США (DJIA – 1929)	303	Да	
Южная Корея (KOSPI – 1989)	183	Да	
США (NASDAQ – 2000)	177	Да	
Россия (РТС долл. – 2008)	153	Нет	57,4
Бразилия (MSCI долл. – 2008)	153	Нет	34,6
Китай (MSCI-Шанхай долл. – 1997)	122	Да	
Китай (MSCI-Шанхай долл. – 2008)	82	Да	
США (DJIA – 1907)	64	Да	

*Источник:* расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

Как правило, финансовые кризисы с более длительным, средне- и долгосрочным, периодом восстановления характерны для экономик, имеющих серьезные структурные проблемы. В случае с Россией они обусловлены высоким уровнем зависимости экономики и фондового рынка от компаний с сырьевым профилем деятельности, проблемами в сфере инвестиционного климата, препятствующими появлению новых компаний-лидеров в несырьевых отраслях экономики, а также высокими рисками, вызванными геополитическими факторами.

1 *Fujikawa Megumi.* Bank of Japan Drops Stock-Buying Target After Market's Rise. The Wall Street, March 19, 2021.



**Рис. 9.** Глубина и продолжительность самых длительных периодов восстановления фондовых индексов по состоянию на 28 февраля 2021 г. (пик до кризиса = 100%)

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

### 3.1.2. Премия за риск по акциям

Премия за риск по акциям является одной из ключевых характеристик фондового рынка страны для внутренних и внешних инвесторов. Она выступает основным элементом стоимости капитала при оценке инвестиционных проектов, служит универсальным индикатором эффективности корпоративного управления и ориентиром привлекательности акций для иностранных инвесторов. Проблема заключается в том, что существует несколько разных индикаторов премии за риск по акциям российских АО, поставщиками информации о которых выступают те или иные зарубежные структуры. В данном обзоре приводятся наши собственные оценки указанных индикаторов.

Выделяются несколько наиболее популярных подходов к оценке премии за риск по акциям российских компаний (рис. 10). Фернандес и другие оценивают средний размер премии за риск по акциям на основании социологических опросов ученых и бизнесменов из разных стран относительно того, какие значения премии по акциям и безрисковым ставкам те используют в своих работах за прошедший год<sup>1</sup>. Димсон, Марш и Стонтон в книге

<sup>1</sup> Fernandez P., Aguirreamalloa J., Corres L. Market Risk Premium Used in 56 Countries in 2011. URL: <http://ssrn.com/abstract=1822182>, 2011; Fernandez P., Aguirreamalloa J., Corres L. Market Risk Premium Used in 82 Countries in 2012. URL: <http://ssrn.com/abstract=2084213>, 2012; Fernandez P., Aguirreamalloa J., Linares P. Market Risk Premium and Risk Free Rate Used for 51 Countries in 2013: A Survey with 6,237 Answers. URL: <http://ssrn.com/abstract=914160>, 2014; Fernandez P., Linares P., Fernandez A.I. Market Risk Premium Used in 88 Countries in 2014:



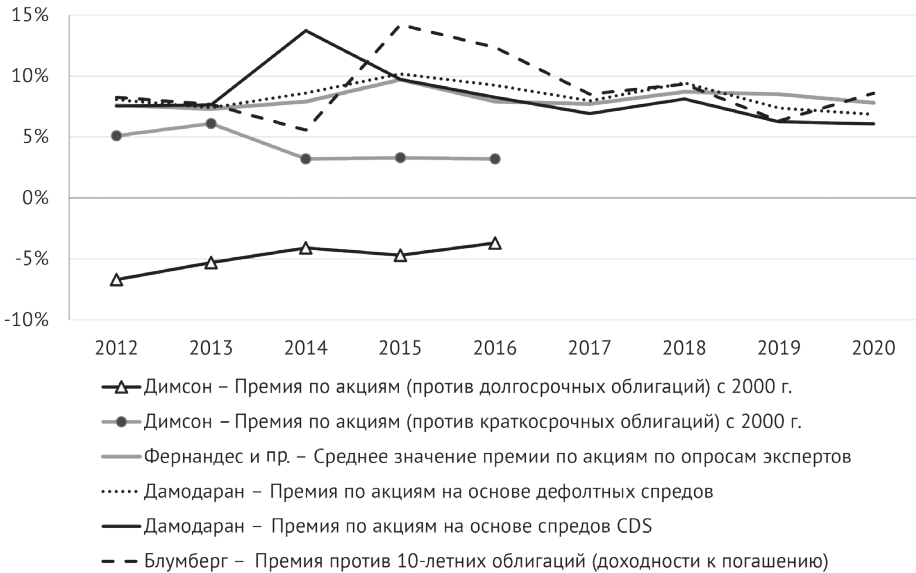


Рис. 10. Премия по российским акциям, собранная из наиболее цитируемых международных источников, %, 2012–2020 гг.

Источник: собрано авторами из работ Димсона и др., Фернандеса и др., Дамодарана и Блумберг.

«Триумф оптимистов»<sup>1</sup> и в инвестиционных отчетах, публикуемых Credit Suisse<sup>2</sup>, рассчитывают премию по акциям для разных стран, включая Россию

A Survey with 8,228. URL: <http://ssrn.com/abstract=2450452>, 2014; Fernandez P., Pershin V., Fernandez A.I. Discount Rate (Risk-Free Rate and Market Risk Premium) Used for 41 Countries in 2015. URL: <https://ssrn.com/abstract=2598104>, 2015; Fernandez P., Ortiz A., Fernandez A.I. Market Risk Premium Used in 71 Countries in 2016: A Survey with 6,932. URL: <https://ssrn.com/abstract=2776636>, 2016; Fernandez P., Pershin V., Fernandez A.I. Discount Rate (Risk-Free Rate and Market Risk Premium) Used for 41 Countries in 2017: URL: <https://ssrn.com/abstract=2954142>, 2017; Fernandez P., Pershin V., Fernandez A.I. Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 Countries in 2018: URL: <https://ssrn.com/abstract=3155709>, 2018; Fernandez P., Martinez M., Fernandez A.I. Market Risk Premium and Risk-Free Rate Used for 69 Countries in 2019: URL: <https://ssrn.com/abstract=3358901>, 2019.

- 1 Dimson E., Marsh P., Stainton M., Garthwaite A. Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns. Princeton University Press, 2002.
- 2 Dimson E., Marsh P., Stainton M., Wilmot J. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2009 // Credit Suisse Research Institute, Switzerland, 2009; Dimson E., Marsh P., Stainton M., Wilmot J. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2010 // Credit Suisse Research Institute, Switzerland, 2010; Dimson E., Marsh P., Stainton M., Holland D., Matthews B. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2011 // Credit Suisse Research Institute, Switzerland, 2011; Dimson E., Marsh P., Stainton M., Wilmot J., McGinnie P. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2012 // Credit Suisse Research Institute, Switzerland, 2012; Dimson E., Marsh P., Stainton M., Garthwaite A. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2013 // Credit Suisse Research Institute, Switzerland, 2013; Dimson E., Marsh P., Stainton M., Mauboussin M. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2014 // Credit Suisse Research Institute, Switzerland, 2014; Dimson E., Marsh P., Stainton M., Holland D., Matthews B., Rath P. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2015 // Credit Suisse Research Institute, Switzerland, 2015; Dimson E., Marsh P., Stainton M., Wilmot J. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2016 // Credit Suisse Research Institute, Switzerland, 2016; Dimson E., Marsh P., Stainton M. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2017 (Summary Edition) // Credit Suisse Research Institute, Switzerland, 2017;

на долгосрочных временных горизонтах в виде разницы между доходностью индексов акций и доходностью государственных ценных бумаг. Согласно их методике, премия по акциям является геометрической разницей<sup>1</sup> между доходностью акций и доходностью безрискового актива. В качестве последнего авторы используют два бенчмарка: краткосрочные государственные облигации и 10-летние государственные облигации. Премии за акции в каждый год авторы усредняют на долгосрочном горизонте с 1900 г. и на среднесрочном горизонте за последние 40–50 лет. Данные по России Димсон и др. раскрывают только в отчетах, опубликованных Credit Suisse с 2014 по 2018 гг., в остальные годы – данные не публикуются.

Более сложный подход применяется Дамодараном, оценивающим страновые премии по акциям путем прибавления к той или иной безрисковой ставке страновых премий, рассчитываемых на основании показателей доходности государственных ценных бумаг и волатильности акций местных компаний<sup>2</sup>.

Согласно последнему опросу Фернандеса, опубликованному в конце марта 2020 г., премия по российским акциям снизилась с 8,5 до 7,8% (рис. 11). Сводные данные Фернандеса можно рассматривать в качестве социологической картины восприятия разными специалистами премии за риск по акциям в той или иной стране.

По данным, публикуемым в терминале Блумберг, премия, которая равна разнице предполагаемой доходности акций и доходности к погашению доходности 10-летних рублевых облигаций, выросла с 6,32% в конце 2019 г. до 8,59% в конце 2020 г. Такой бенчмарк является часто используемым на практике ориентиром для инвесторов.

Расчеты Дамодарана, обновленные по состоянию на 1 января 2021 г., показывают снижение премии по российским акциям с 7,4 до 6,85% при оценке на основе дефолтных спредов и кредитного рейтинга страны и с 6,2 до 6,08% при оценке на основе кредитных дефолтных свопов.

Согласно методике оценки страновой премии Блумберг, она равна разнице между предполагаемой рыночной доходностью и безрисковой ставкой, которая определена как доходность к погашению бескупонных государственных 10-летних облигаций в местной валюте. Для России в качестве безрисковой ставки выступает индекс MICEX Russia Zero Cpn 10 Year. Рыночная доходность определяется с помощью модели дисконтированных дивидендов, что схоже с подходом Дамодарана, и рассчитывается как смотрящая вперед внутренняя норма доходности каждой акции, взвешенная по капитализации. Модель оценивается с учетом 5-летнего консенсус-прогноза по темпам роста прибыли на акцию.

---

*Dimson E., Marsh P., Stainton M. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018 (Summary Edition) // Credit Suisse Research Institute, Switzerland, 2018; Dimson E., Marsh P., Stainton M. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2019 (Summary Edition) // Credit Suisse Research Institute, Switzerland, 2019.*

1  $(1+Премия)=(1+Доходность\ акций)/(1+Доходность\ облигаций)$  в годовом выражении.

2 *Damodaran, Aswath, Country Risk: Determinants, Measures and Implications – The 2020 Edition (July 14, 2020). NYU Stern School of Business. URL: <https://ssrn.com/abstract=3653512> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3653512/>.*



Рис. 11. Премия по российским акциям (ось слева) и дополнительные параметры: дивидендная доходность (ось слева) и коэффициент дивидендных выплат (ось справа), публикуемые в терминале Блумберг, %, скользящее среднее, 2013 г. - февраль 2021 г.

Источник: расчеты авторов на основе данных из терминала Блумберг.

Примечательно, что при публикации страновой премии на специально выделенной информационной странице в терминале Блумберг публикуются также и данные о дивидендной доходности и коэффициенте выплат дивидендов (рис. 11). Все данные являются средневзвешенными значениями по всем акциям и компаниям, входящим в индекс Московской биржи<sup>1</sup>.

С августа 2018 г. по февраль 2021 г. дивидендная доходность акций российских компаний оставалась относительно высокой на среднем уровне 6–6,5%. По итогам 2020 г. она составила 5,9%, а временный всплеск в марте-апреле 2020 г. (индикатор вырос вплоть до 8,1%) объясняется падением цен на акции. Показатель дивидендных выплат с августа 2018 г. имел тенденцию к росту. Его среднее значение в 2020 г. составило 53,7% чистой прибыли, в то время как до 2020 г. лишь в мае 2019 г. показатель достигал 45%. Это свидетельствует о том, что в течение 2020 г. для поддержания инвестиционной привлекательности в глазах инвесторов крупнейшие публичные компании пытались поддерживать высокие размеры дивидендной доходности, хотя делать это им было все более сложно, вынуждая их заметно повышать долю чистой прибыли, направляемой на дивиденды.

<sup>1</sup> Исторические данные по всем трем показателям сглажены с помощью скользящего среднего с периодом в 21 день (примерно 1 месяц), поэтому итоговые значения премии за риск в Блумберге на конец 2019 г. и 2020 г. немного отличаются от значений аналогичного показателя на рис. 10.

В таких условиях рост премии за риск по методике Блумберга означает, что инвесторы ожидают от российских компаний все более значительных сумм дивидендов, даже несмотря на то что их выплата становится все более обременительной для чистой прибыли этих компаний. Однако фактически размеры выплачиваемых дивидендов, отражаемые в модели дисконтированного потока Блумберга, являются нестабильными, что ведет также к высокой волатильности и данной прогнозной премии за риск. За год премия за риск по Блумбергу выросла с 6,7% в 2019 г. до 8,1% в 2020 г. Однако в течение года ее значение изменялось от 15,5 до 4,7%. В феврале 2021 г. оно вновь снизилось до 4,7%.

Зарубежные источники не всегда оперативно раскрывают оценки риска по акциям российских компаний и не публикуют полной методики своих расчетов. Поэтому на основе применяемых ими методик нами публикуются собственные оценки указанных премий с использованием сформированных нами исторических данных по финансовым инструментам.

Первая группа индикаторов – **Прогнозные премии за риск по акциям (project risk premium, или PRP)** – рассчитаны на основании подходов Дамодарана<sup>1</sup> по прогнозам будущей доходности и оценкам ожиданий рынка<sup>2</sup>. Именно эти показатели чаще всего используются инвесторами при расчетах стоимости капитала и оценке предполагаемой эффективности будущих инвестиционных проектов. Премия за риск по акциям Дамодарана состоит из «премии на базовом развитом рынке» плюс стоимости «странового риска» акций компаний той или иной страны. Премия базового рынка вычисляется как ставка дисконтирования денежных выплат акционерам в виде дивидендов и обратных выкупов акций, растущих в среднесрочной перспективе в течение 3–5 лет согласно ожиданиям рынка (по консенсус-прогнозам различных информационных агентств, например, по версии Блумберг, Томсон Рейтерс и иных), а после этого темпами роста, равными текущей безрисковой ставке по 10-летним государственным облигациям базовой страны. Страновая же премия при таком подходе определяется с помощью спредов между 10-летними государственными еврооблигациями некоторой страны и облигациями в той же валюте для базовой страны или с помощью CDS спредов.

1 Согласно Дамодарану, прогнозная премия за риск по российским акциям рассчитывается как сумма текущего дефолтного спреда и подразумеваемой премии за риск для базовой страны. Предполагаемая премия базовой страны (США) рассчитывается как норма доходности из двухпериодной модели роста выплат инвесторам (дивиденды + выкупы акций), в которой первый период длится 5 лет с волатильными темпами роста, соответствующими текущему консенсус-прогнозу роста доходов компаний в составе индекса S&P500, а второй период длится «бесконечно» долго с темпами роста дохода, равными текущей безрисковой ставке. Таким образом закладывается прогнозная сила в расчет компоненты премии по акциям. Дефолтный спред (он же – страновая премия) можно рассчитать, как спред между 10-летними облигациями России и США, выпущенными в долларах, или CDS спред России. Дополнительно в наших расчетах введен коэффициент, который равен отношению стандартного отклонения акций и коэффициента вариации облигаций. Таким образом, в премии учитывается дополнительный риск, связанный не только с риском акций по сравнению с облигациями в развитой «базовой» стране и не только со страновым риском, но и волатильностью акций на конкретном финансовом рынке.

2 Damodaran A. Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications, 2019. URL: <https://ssrn.com/abstract=3378246>.

Дополнительно в методику вводится коэффициент относительной волатильности акций по сравнению с облигациями на внутреннем рынке рассматриваемой страны, который может корректировать значение страновой премии на относительный риск акций.

Данная группа включает четыре индикатора: PRP1 – страновая премия за риск, определяемая на основе спредов доходности суверенных облигаций Российской Федерации и США, выпускаемых в долларах; PRP2 – страновая премия за риск, рассчитываемая на основе размера премии по кредитным дефолтным свопам (CDS) суверенных облигаций Российской Федерации, выпускаемых в долларах; PRP3 – страновая премия за риск, оцениваемая путем корректировки значения PRP1 на волатильность акций российских АО; PRP4 – страновая премия за риск, рассчитываемая путем корректировки значения PRP2 на волатильность акций российских компаний. Показатели PRP3 и PRP4 наиболее полно характеризуют прогнозное значение премии за риск по акциям российских эмитентов.

В кризисные периоды разброс значений премии за риск, особенно по показателям, учитывающих волатильность акций, достигает существенного уровня. В декабре 2008 г. показатели PRP1 и PRP2 составляли соответственно 19,05 и 19,25%, в то время как индикаторы риска, дополнительно учитывающие волатильность акций, – PRP3 и PRP4 – достигали 33,83 и 34,52%. В другой кризисный период повышенной волатильности рубля, в январе 2015 г., при значениях PRP1 и PRP2 в размере 12,39 и 13,11% индикаторы PRP3 и PRP4 выросли до 15,34 и 16,46%.



Рис. 12. Текущая и историческая премии за риск по российским акциям с учетом корректировки на их относительную волатильность на внутреннем рынке, %, 2006 – январь 2021 г.

Источник: расчеты авторов по данным Блумберг.

Как показано на *рис. 12*, в периоды относительно устойчивой ситуации на рынке акций все четыре индикатора прогнозных премий за риск по акциям российских компаний показывают близкие друг с другом значения. Второй ситуацией, когда все премии сближаются, является, напротив, высокая волатильность одновременно акций и облигаций, как это было в 2020 г. Падение рынков и рост рисков в марте 2020 года повысил премии до 11,32% по показателю PRP3, до 11,22% по PRP4, до 10,23% по PRP1 и до 10,17% по PRP2. К концу 2020 г. премии упали до уровней по состоянию на конец 2019 г.: от 6,12% по PRP1 до 6,5% по PRP4 и PRP2. Это снижение произошло из-за падения волатильности акций и облигаций, а также из-за снижения спредов, выросших в разгар кризисных событий во всех странах. Разброс значений всех четырех показателей риска к концу 2020 г. вновь стал очень незначительным.

Низкий размер премии за риск по Дамодарану при прочих равных условиях является позитивным сигналом для приобретения акций российских компаний иностранными инвесторами.

Вторая группа индикаторов премии за риск по акциям представляет собой **исторические значения спредов доходности акций российских АО** (historical risk premium, или HRP) в долларах по сравнению с доходностью портфелей еврооблигаций Российской Федерации с краткосрочной и длинной дюрацией выпусков облигаций. Методика расчета данных спредов без существенной детализации представлена в работах, на которые мы уже ссылались выше («Триумф оптимистов» и обзоры компании Credit). Проблемы данных Димсона и др. по России заключаются в том, что они публично раскрываются за ограниченное число лет и опираются на не вполне прозрачную методику расчетов. По указанным причинам мы решили самостоятельно рассчитать показатели HRP1 и HRP2, представляющие собой оценку исторической риск-премии, соответственно, по сравнению с долгосрочной и краткосрочной доходностью выпусков сконструированных нами портфелей еврооблигаций Российской Федерации за более длинный временной горизонт, пересматриваемых на ежемесячной основе<sup>1</sup>.

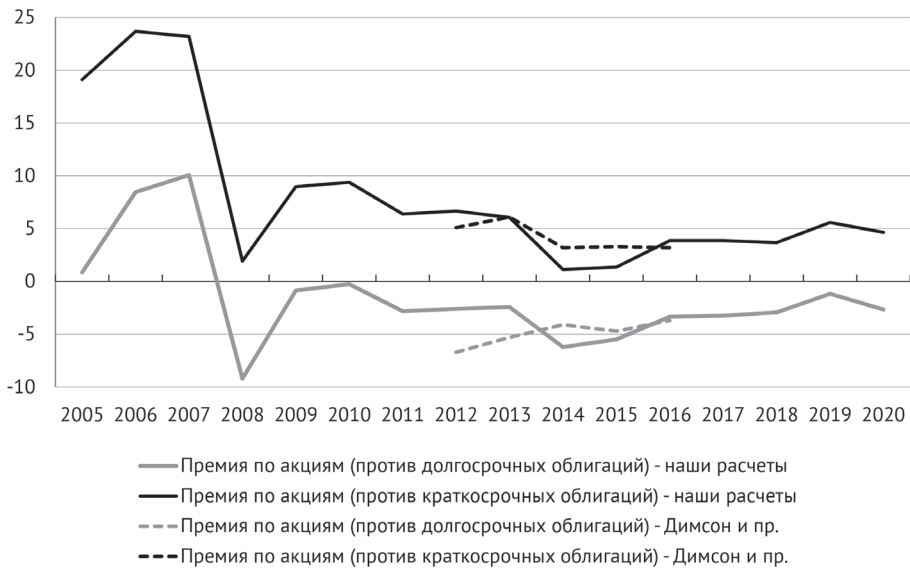
Расчет исторических премий за риск по акциям имеет важное практическое значение для прогнозирования премий и доходностей акций, оценки

---

1 Премия за риск по акциям равна разнице эффективных (за вычетом инфляции) доходностей индекса акций и облигаций. Данная оценка является исторической, а не прогнозной. Доходность акций на длинных исторических горизонтах рассчитывается с учетом курсовой и дивидендной доходности фондового индекса страны в базовой валюте, позволяющей сравнивать показатели разных стран, например долларах США. Примером такого индекса может служить индекс MSCI Russia, который рассчитывается с декабря 1994 г. В качестве прокси безрисковой ставки Димсон и пр. используют как краткосрочные, так и долгосрочные государственные облигации. Краткосрочные облигации, по мнению авторов, более подходят под понятие безрискового актива и обладают меньшей волатильностью. Однако в периоды неожиданного резкого роста инфляции или иных экстремальных условий их стоимость существенно изменяется. С другой стороны, долгосрочные облигации часто используются в качестве бенчмарка при расчете премии по акциям». Бенчмарком должна выступать доходность ценового индекса еврооблигаций страны, выпущенных в долларах. В России отсутствует индекс еврооблигаций, выпущенных в долларах, который имел бы достаточную историческую глубину. Все индексы, как правило, составлены либо агентством S&P, либо иностранными агентствами (например, Блумберг) и начинаются в середине 2000-х. Собственный расчет индекса еврооблигаций позволил нам рассчитать значения исторической премии за риск по акциям (HRP1 и HRP2).

стоимости привлечения капитала компаниями, а также для использования его в качестве бенчмарка для требуемой нормы доходности инвестиций. Положительная долгосрочная премия свидетельствует об относительной безопасности длинных инвестиций в акции по сравнению с безрисковой ставкой (авторы приходят к выводу, что наиболее устойчиво акции переигрывают облигации на минимум 40-летнем горизонте). Сопоставление премий для разных стран позволяет сделать выводы о целесообразности глобальной или региональной диверсификации портфеля.

На *рис. 13* представлены долгосрочные премии как разница между средними геометрическими значениями доходностей основных классов активов. Полученные значения премий сравниваются со значениями из отчетов Credit Suisse, где применялась схожая методика. При расчетах наших показателей удалось получить схожие результаты. Доходность акций сравнивается с доходностью краткосрочных еврооблигаций (наиболее «корректное» прокси безрисковой ставки) и долгосрочных еврооблигаций (наиболее часто используемое на практике прокси безрисковой ставки). По сравнению с 2019 г. премия относительно коротких облигаций упала и составляет 4,6% за 21-летний период с 2000 г. по 2021 г. Отрицательный размер премии за риск по акциям по сравнению с долгосрочными облигациями, сохраняющийся с 2008 г. и несколько увеличившийся в 2020 г. является негативной тенденцией, показывающей, что на долгосрочных временных горизонтах иностранные инвесторы



*Рис. 13.* Долгосрочная историческая премия по акциям против коротких и длинных еврооблигаций (в долларах), 2000–2020 гг.

Источник: расчеты авторов по данным Блумберг.

не видят достаточного потенциала роста стоимости акций российских эмитентов. Преобладание доходности облигаций над акциями создает дополнительные риски для внутреннего фондового рынка в условиях приближающегося в среднесрочной перспективе момента начала массового повышения ставок процентов на глобальных фондовых рынках. Обычно это вызывает распродажи инвесторами облигаций эмитентов на развивающихся рынках и переключение инвестиций в акции местных компаний. Однако акции российских компаний в этом случае могут не сыграть роли хеджирующего актива из-за их слабых на фоне облигаций характеристик доходности-риска.

С 2017 г. Credit Suisse исключил Россию из сводных результатов своих отчетов, поэтому продленные нами ряды заменяют классические расчеты Димсона и пр. За период 2000–2021 гг. премия против долгосрочных облигаций упала по сравнению с 2019 г. и составила -2,7%, что говорит о более высокой привлекательности для инвесторов вложений в государственные облигации РФ по сравнению с акциями российских компаний.

Как показывают отчеты Credit Suisse за ряд лет, для большинства крупных фондовых рынков на долгосрочных временных горизонтах характерно наличие положительной премии за риск по акциям не только по сравнению с краткосрочными, но и долгосрочными государственными облигациями, поэтому выявленная в наших расчетах отрицательная премия по акциям против долгосрочных долговых инструментов на внутреннем фондовом рынке свидетельствует о наличии проблем на рынке акций, не позволяющих инвесторам получать ожидаемую ими премию за риск вложений в более рискованные активы.

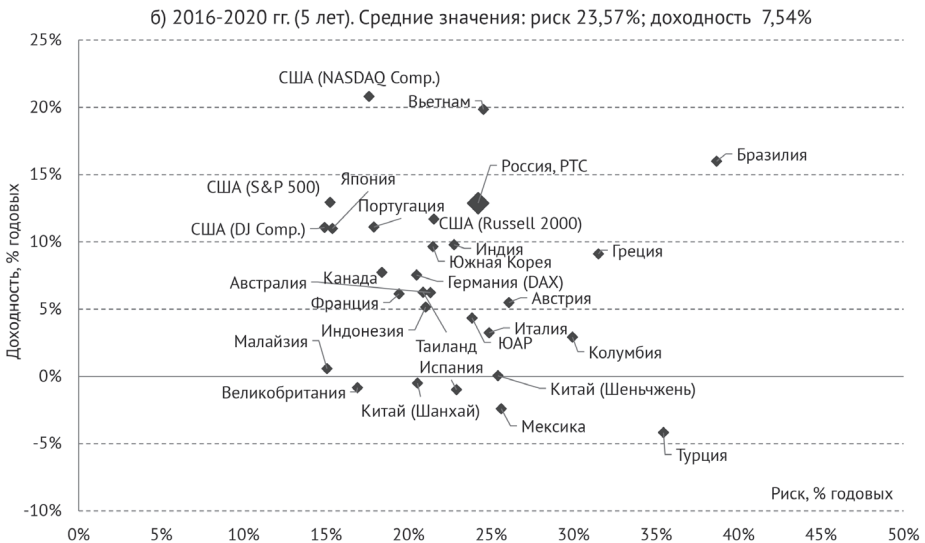
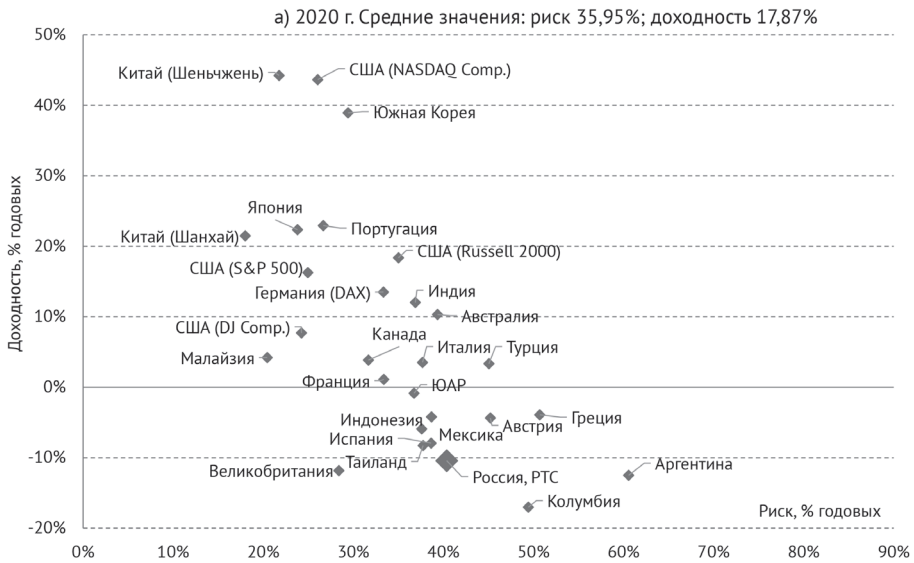
### 3.1.3. Фундаментальные характеристики рынка акций

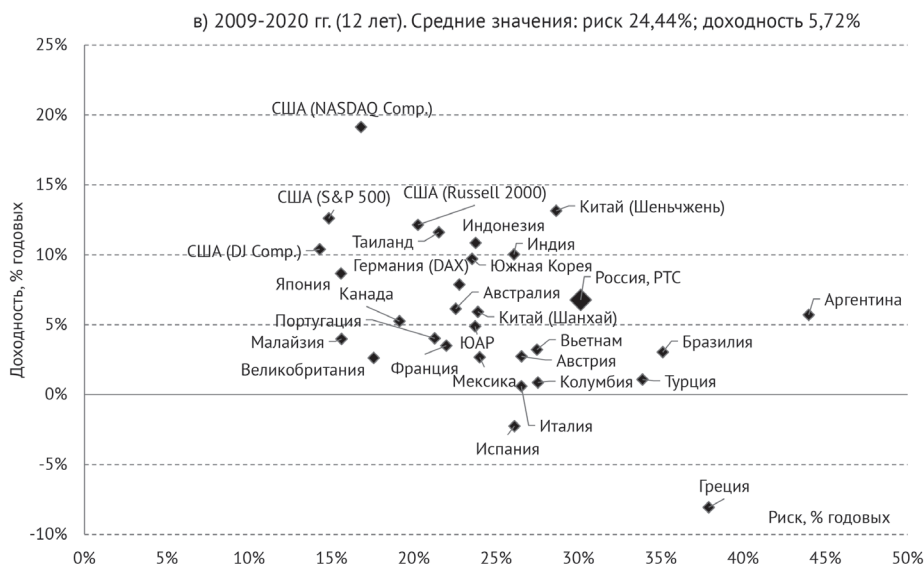
На *рис. 14* приводятся данные о параметрах доходности и риска 31 фондового индекса из 27 стран; в целях сопоставимости сравниваемых данных значения фондовых индексов учтены в долларах США. Оценки доходности и риска страновых индексных портфелей были проведены за 2020 г., 5-летний период с 2016 г. по 2020 г. и 12-летний период с 2009 г. по 2020 г.

После успешного 2019 г., в котором индекс РТС с доходностью 44,9% годовых уступил лишь одной стране в выборке, 2020 г. оказался менее удачным. Доходность индекса РТС в этом году составила -10,4% при средней доходности по выборке 17,7%; более низкую валютную доходность, чем российские акции показали лишь индексы Аргентины и Колумбии. Уровень риска индекса РТС, измеряемого по стандартному отклонению ежемесячных рядов его доходностей, составил 40,4% при среднем значении данного показателя по выборке в размере 35,9%. Выше уровень риска был зафиксирован лишь у 5 из 31 индексов в выборке. Таким образом, в 2020 г. индекс РТС еще раз показал, что его волатильность является одной из самых высоких среди индексов стран с наиболее крупными фондовыми рынками.

На 5-летнем временном горизонте в 2016–2020 гг. индекс РТС продемонстрировал достойные результаты по критериям доходность-риск (*рис. 14б*). Его доходность в размере 12,9% годовых оказалась почти в 2 раза выше







\* Значения по фондовому индексу Венесуэлы на рисунке не приводятся из-за ограничений по масштабированию осей X и Y.

*Рис. 14.* Параметры среднегеометрических значений доходностей и риска 31 фондовых индексов разных стран за период с января 2009 г. по декабрь 2020 г. в долларах США на временных горизонтах 1 года, 5 и 12 лет, % годовых\*

*Источник:* расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

среднего уровня доходностей по выборке в размере 6,5%. Выше была лишь доходность индексов американских акций – S&P500 и NASDAQ, а также индексов Бразилии и Вьетнама. Однако и показатель риска у индекса РТС в размере 24,2% годовых оказался выше среднего показателя по выборке в размере 23,5%; лишь у 9 индексов из 31 значение риска на данном среднесрочном временном горизонте оказалось выше, чем у индекса акций российских компаний.

На 12-летнем горизонте с 2009 г. по 2020 г., параметры среднегодовой доходности индекса РТС в размере 6,7% оказались несколько выше средней доходности по выборке в размере 6,0%, в то время как показатель риска в размере 30,1% заметно превышал аналогичный индикатор по выборке в размере 24,4% (*рис. 14в*). Более высокими, чем у индекса РТС показатели риска оказались у индексов таких стран с неустойчивым финансовым положением как Аргентина, Бразилия, Греция и Турция.

Таким образом, на фоне стран-конкурентов российские акции и их индекс часто показывают относительно высокую доходность, однако также характеризуются и повышенными рисками волатильности данной доходности.

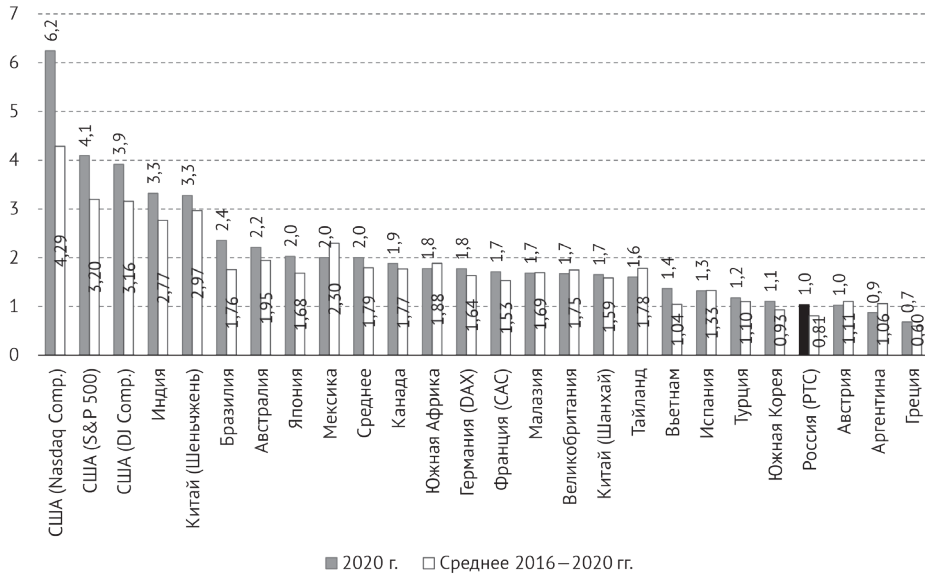


Рис. 15. Значение финансового коэффициента «Цена /Учетная стоимость в расчете на акцию» (P/BV) по состоянию на 31.12.2020 г. и его среднего значения за период 2016–2020 гг. по 26 фондовым индексам разных стран

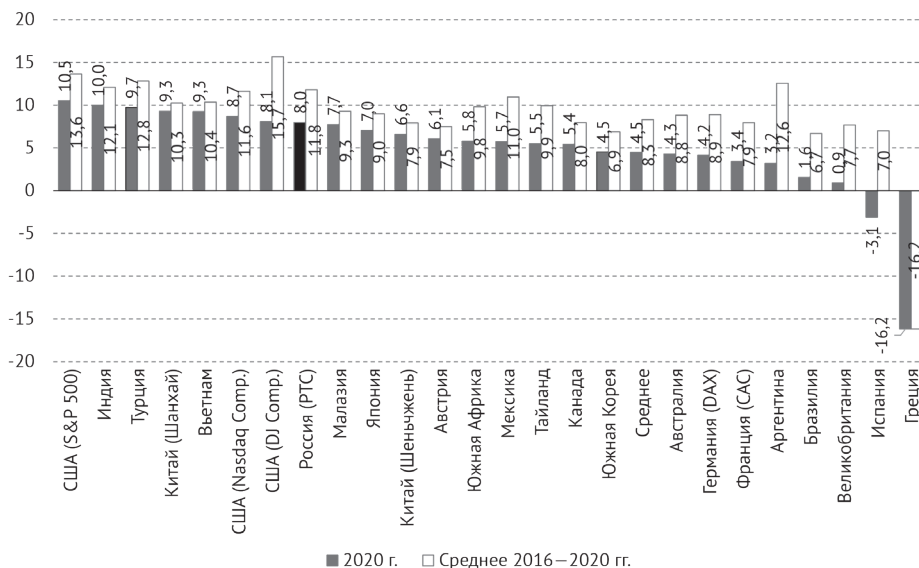
Источник: расчеты авторов по данным Bloomberg.

При более высоких, чем во многих других странах значениях финансовых показателей чистой прибыли на капитал и дивидендной доходности, а также одном из самых низких на рассматриваемой выборке стран коэффициенте долговой нагрузки акции российских компаний имеют более низкую цену, чем у компаний из других стран, и эта их недооценка является хронической. Как показано на рис. 15, из 26 фондовых индексов разных стран<sup>1</sup> финансовый коэффициент цена/учетная стоимость в расчете на акцию (P/BV Ratio)<sup>2</sup> компаний индекса RTS была одной из самых низких в мире. В 2020 г. он составлял 1,0; по итогам 5-летнего периода с 2016–2020 гг. его среднее значение равнялось 0,8.

Цены акций российских ПАО являются более низким и по сравнению с конкурентами других стран, даже несмотря на то, что их показатель финансовой отдачи на собственный капитал (return on equity, или ROE) существенно

1 По сравнению с выборкой из 31 фондовых индексов в расчетах к рис. 14, здесь и далее исключены фондовые индексы Венесуэлы, Индонезии, Италии, Колумбии, Португалии и индекс акций американских компаний Russell 2000 из-за аномальных значений их финансовых коэффициентов.

2 Коэффициент P/BV также характеризует относительный размер капитализации компаний. В расчете на акцию он показывает соотношение рыночной капитализации компании к учетной стоимости ее собственного капитала.



*Рис. 16.* Финансовый показатель «Чистая прибыль в расчете на собственный капитал» (ROE) по состоянию на 31.12.2020 г. и его среднее значение за период 2016–2020 гг. по 26 фондовым индексам разных стран, %

Источник: расчеты авторов по данным Bloomberg.

выше компаний на других рынках<sup>1</sup>. Как показано на *рис. 16* в 2020 г. из 26 фондовых индексов показатель ROE индекса PTS в размере 8,0% уступал лишь семи фондовым индексам компаний из США, Индии, Китая, Турции и Вьетнама. Среднее значение ROE российских компаний на 5-летнем временном горизонте в 2016–2020 гг. в размере 11,8% уступало лишь двум фондовым индексам из 26.

В условиях санкций, ограничивающих привлечение внешнего финансирования, и относительно высокого уровня внутренней ключевой ставки по сравнению с другими странами, крупнейшие публичные компании в России характеризуются низкой долговой нагрузкой. В 2020 г. из 26 фондовых индексов российские компании индекса PTS имели один из самых низких в мире коэффициентов долговой нагрузки (D/EBITDA Ratio)<sup>2</sup> в размере 0,8, более низкие значения данного мультипликатора имели фондовые индексы лишь Аргентины и ЮАР. В среднем за период 2016–2020 гг. указанный индикатор индекса PTS был самым низким по выборке, составив 0,7 (*рис. 17*).

- 1 ROE рассчитывается как отношение чистой прибыли компании к учетной стоимости ее собственного капитала, которую не следует путать с капитализацией компании, зависящей от количества обыкновенных акций в обращении и их рыночных цен.
- 2 Коэффициент D/EBITDA характеризует уровень долговой нагрузки компаний относительно размера операционной прибыли до вычета процентов, налогов, износа и начисленной амортизации, отражая способность компаний погасить данные долги за счет ежегодных собственных источников финансирования.

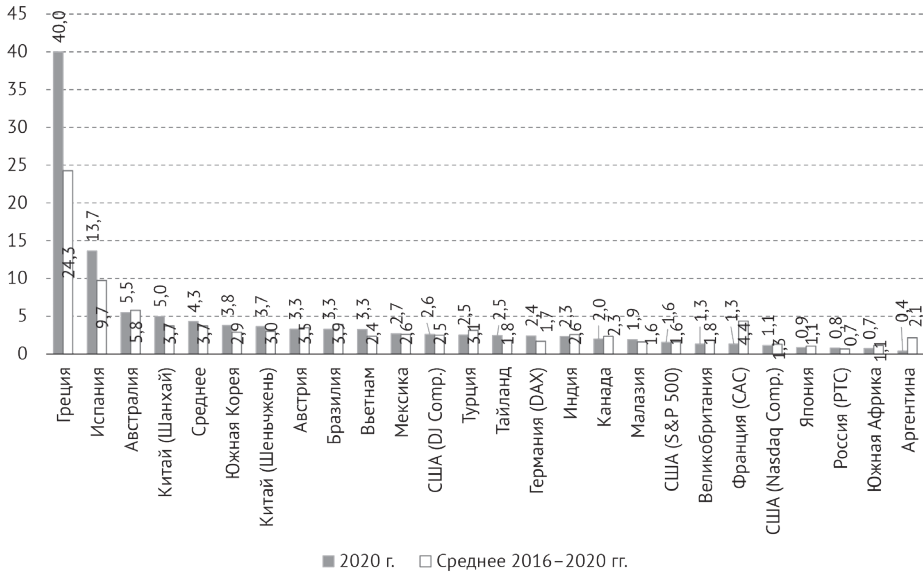


Рис. 17. Финансовый коэффициент «Чистый долг /Операционная прибыль» (D/EBITDA) по состоянию на 31.12.2020 и его среднее значение за период 2016–2020 гг. по 26 фондовым индексам разных стран.

Источник: расчеты авторов по данным Bloomberg.

Позитивной тенденцией на внутреннем фондовом рынке после кризиса 2008 г. стал существенный рост дивидендной доходности акций российских компаний с 1,56% в IV квартале 2009 г. до 8,12% в I квартале 2020 г., т.е. в 5,2 раза (рис. 18а). Снижение дивидендной доходности в IV квартале 2020 г. до 5,40% было временной мерой, характерной для многих стран, когда по рекомендации регулирующих органов крупные эмитенты пошли на снижение дивидендных выплат акционерам ради сохранения рабочих мест в условиях вынужденного снижения деловой активности из-за пандемии коронавируса.

Согласно нашим исследованиям<sup>1</sup>, основными факторами роста дивидендной доходности в эти годы были: стремление эмитентов сохранить инвестиционную привлекательность выпущенных ими ценных бумаг в глазах инвесторов; воздействие Минфина России на крупнейшие компании с государственным участием (КГУ) с требованием выплаты в виде дивидендов не менее 50% их чистой прибыли; а также отчасти желание крупных акционеров получить дополнительные выплаты от компаний за счет неиспользуемых на цели инвестиций денежных средств.

Тем не менее в 2020 г. дивидендная доходность акций индекса RTS, как и их средняя дивидендная доходность за период 2016–2020 гг., были самыми высокими среди анализируемых 26 фондовых индексов (рис. 18б).

1 Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И., Энтов Р.М. «Загадка дивидендов» и российский рынок акций. // Вопросы экономики, 2020. № 1. Ч. 1. С. 66–92; № 2. Ч. 2. С. 59–85.

В теории дивидендная доходность рассматривается как частное от деления показателя дивидендных выплат в процентах к чистой прибыли на коэффициент цена/чистая прибыль в расчете на акцию (P/E Ratio)<sup>1</sup>. Это означает, например, что рост дивидендной доходности может обеспечиваться не только за счет увеличения показателя дивидендных выплат из чистой прибыли, что является позитивным для акционеров фактором, но и сокращения P/E Ratio из-за падения цен акций компании по отношению к ее чистой прибыли, что свидетельствует о негативных для инвесторов процессах.



1 Данный финансовый коэффициент характеризует относительный размер капитализации компаний, то, в течение какого количества лет размер чистой прибыли в расчете на одну акцию компании окупает рыночную цену данной акции.

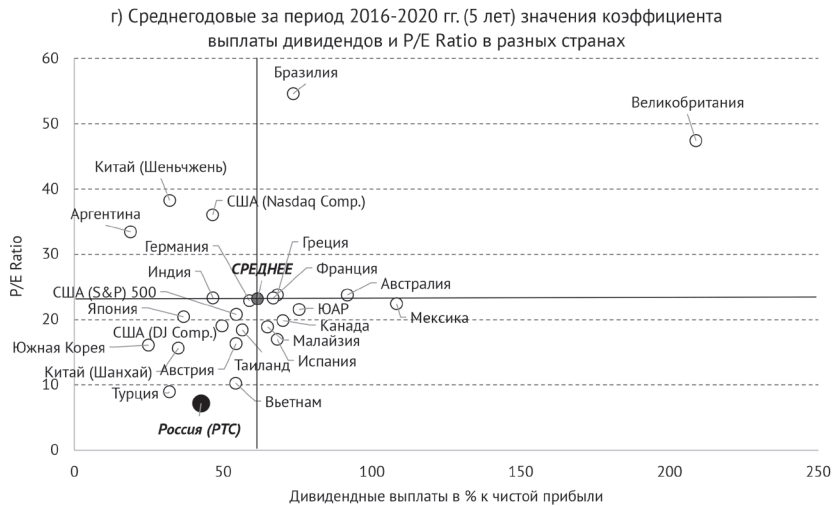
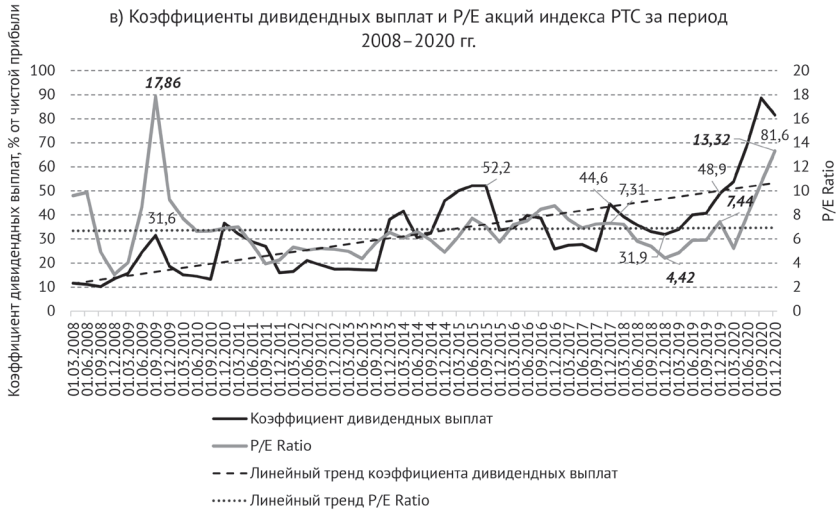


Рис. 18. Анализ дивидендной доходности (dividend yield) акций индекса РТС в % к их рыночной стоимости по состоянию на 31.12.2020 г., включая следующие графиками:

- значения дивидендной доходности индекса РТС на основе квартальных данных в 2008–2020 гг., % годовых;
- дивидендной доходности по портфелям акций 26 фондовых индексов разных стран в 2020 г. и ее средних значений за период 2016–2020 гг., % годовых;
- рассчитанных по индексу РТС на квартальной основе показателей дивидендных выплат к чистой прибыли (%) и P/E Ratio за период 2008–2020 гг.;
- среднегодовых значений показателей дивидендных выплат и коэффициентов P/Eratio 26 фондовых индексов разных стран за период 2016–2020 гг.

Источник: расчеты авторов по данным Bloomberg.

В 2018–2020 гг. наблюдалась необычная тенденция для акций российских ПАО, когда рост показателя P/E Ratio опережал рост показателя дивидендных выплат (*рис. 18в*). С 2018 г. по 2020 г. средний P/E Ratio индекса РТС вырос с 4,4 до 13,3, или в 3 раза, в то время как средняя доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды, увеличилась с 31,9 до 81,6%, или в 2,6 раза. Опережающий рост P/E Ratio по сравнению с показателем дивидендных выплат в 2020 г. привел даже к падению показателя дивидендной доходности в II–IV кварталах 2020 г., как было показано на *рис. 18а*.

Возможно, ускоренный рост обоих показателей можно объяснить низкими значениями чистой прибыли эмитентов и их желаниями направлять основную ее часть на выплату дивидендов, а не инвестиции. Однако в любом случае, указанная тенденция в динамике двух показателей, наблюдавшаяся в 2018–2020 гг., отражала изменения модели ускоренного роста показателя дивидендной доходности российских ПАО после кризиса 2008 г., когда высокие уровни показателя дивидендной доходности складывались за счет умеренного роста дивидендных выплат (линия тренда показателя на *рис. 18в*) при стабильно низких значениях P/E Ratio.

График на *рис. 18г* объясняет феномен высокой дивидендной доходности российских акций в 2016–2020 гг. с помощью сравнения показателей P/E Ratio и дивидендных выплат индекса РТС с 25-ю фондовыми индексами других стран. Как показано на *рис. 18г*, на 5-летнем временном горизонте индекс РТС характеризовался самым низким уровнем P/E Ratio и имел ниже среднего показатель дивидендных выплат. Это свидетельствует о том, что более высокая дивидендная доходность российских компаний пока в большей мере объясняется их низкими значениями P/E Ratio, чем высокими дивидендными выплатами.

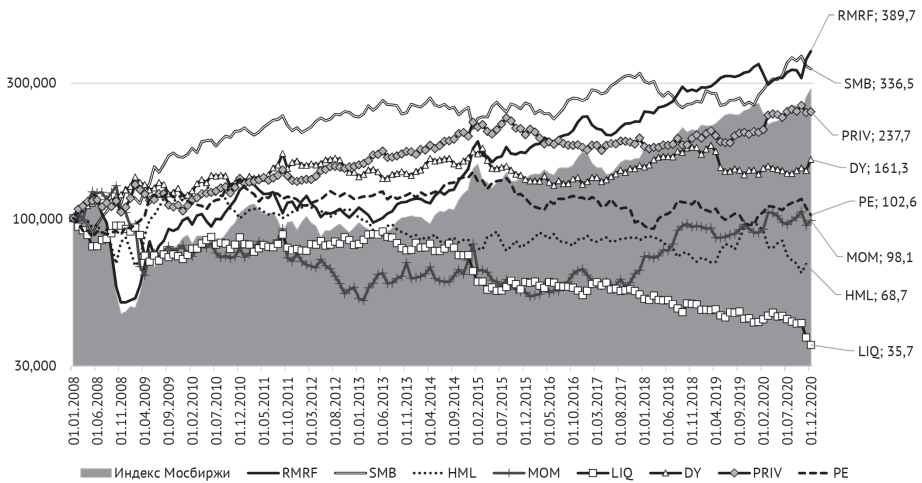
В период 2008–2020 гг. накопленная премия за риск по акциям российских эмитентов<sup>1</sup> составила 186% по индексу полной доходности<sup>2</sup> Мосбиржи и 289,7% по рассчитываемому нами индексу широкого рыночного портфеля RMRF (*рис. 19*).

Выпуски находящихся в обращении акций российских компаний и их эмитенты характеризуются специфическими показателями. В качестве таких критериев для классификации выпусков акций нами использовались: размер капитализации, ликвидность акций на вторичном рынке, коэффициент P/BV, показатель дивидендной доходности, доли пакетов акций, принадлежащих государству, и доходность акций за предшествующий период. Добавлен новый фактор: коэффициент P/E. Под каждый из указанных критериев был

1 Разница между доходностью рыночного портфеля акций и доходностью безрискового актива. В качестве рыночных портфелей в расчетах использованы индекс Мосбиржи полной доходности «брутто» (МСFTR) и составляемый нами широкий рыночный портфель (RMRF), состоящий из всех акций, имеющих на рынке, где веса акций взвешиваются по рыночной капитализации их эмитентов (с максимальным ограничением на вес 15%). В отличие от индекса Мосбиржи, широкий рыночный портфель учитывает фактор «ошибки выжившего», т.е. доходности прекративших обращение на бирже акций.

2 Под полной доходностью индекса МосБиржи и индекса широкого рыночного портфеля RMRF здесь и далее понимается доходность, состоящая из прироста курсовой стоимости акций, входящих в индексный портфель, и их дивидендной доходности.





**Примечание.** Индекс Мосбиржи – рыночная премия за риск по акциям, рассчитанная как разница между доходностью индекса Мосбиржи с учетом дивидендов (начиная с января 2009 г.) и доходностью безрискового актива; RMRF – рыночная премия за риск по акциям, рассчитанная как разница между доходностью широкого рыночного портфеля с учетом дивидендов и доходностью безрискового актива. SMB – фактор размера, рассчитанный как разница средневзвешенной доходности портфеля акций компаний с низкой капитализацией и средневзвешенной доходности акций компаний с высокой капитализацией (с учетом дивидендов). Распределение компаний на «малые» и «большие» производилось раз в год с пороговым значением рыночной капитализации, равной медиане. HML – фактор стоимости, рассчитанный как разница средневзвешенной доходности портфелей из акций стоимости и средневзвешенной доходности портфелей из акций роста (с учетом дивидендов). Распределение акций на акции роста и стоимости производилось раз в год по показателю Book-to-Market. MOM – фактор импульса (инерции), рассчитанный как разница доходности портфелей с высокой и низкой накопленной доходностью за предыдущие 11 месяцев (с учетом дивидендов). Распределение акций по портфелям акций с низкой и высокой доходностью производилось с периодичностью один раз в год с использованием пороговых значений 30 и 70% квантили. LIQ – фактор ликвидности, рассчитанный как разница средневзвешенной доходности портфелей из акций с низкой ликвидностью и средневзвешенной доходности портфелей из акций с высокой ликвидностью с учетом дивидендов. DY – фактор дивидендной доходности, рассчитанный как разница средневзвешенной доходности портфеля акций компаний с высокой дивидендной доходностью и средневзвешенной доходности акций компаний с низкой дивидендной доходностью. Дивидендная доходность определена как отношение суммы всех выплаченных за календарный год дивидендов к цене акции на начало года. PRIV – фактор государственной собственности, рассчитанный, как разница средневзвешенной доходности акций частных компаний и доходности портфеля акций компаний с государственной собственностью (КГУ) и средневзвешенной. Компания считалась КГУ, если в ее ежеквартальной отчетности по итогам предыдущего года сумма прямой и косвенной доли государства была более 10%. PE – фактор роста, рассчитанный как разница средневзвешенной доходности портфелей из акций с высоким и низким коэффициентом PE (с учетом дивидендов) [Более подробно методика расчета доходности факторов изложена на страницах «Конструктор CAPM-ru» сайта РАНХиГС. URL: <https://ipei.ranepa.ru/ru/capm-ru/metodika-rascheta-faktorov>]

*Рис. 19.* Накопленная доходность индексов Мосбиржи и Широкого индекса акций RMRF и влияющие на них инвестиционные факторы с декабря 2007 г. по декабрь 2020 г.

*Источник:* расчеты авторов по данным ресурса Конструктор CAPM-ru ИПЭИ РАНХиГС. URL: <https://ipei.ranepa.ru/capm-ru>

составлен отдельный портфель акций, пересматриваемый ежеквартально. Данный подход позволяет ежемесячно оценивать доходность акций разных групп компаний, подобранных по тому или иному признаку<sup>1</sup>. Он позволяет оценивать эффективность стратегий компаний, оцениваемых с помощью указанных финансовых показателей, а также строить стратегии факторного инвестирования, широко применяемые институциональными инвесторами в разных странах мира<sup>2</sup>.

Данные графика показывают, что использование трех стратегий отбора выпусков акций из восьми – по размеру капитализации компаний, отсутствию государства в качестве акционера и размеру дивидендной доходности за предшествующий период – позволяет инвесторам значительно повышать доходность их портфелей акций. Ориентация на акции более мелких компаний, акционерных обществ с отсутствующей или малой долей участия государства в уставном капитале и эмитентов с более высокой дивидендной доходностью с декабря 2007 г. по декабрь 2020 г. позволяла инвесторам получать накопленную за 13 лет премию в размере соответственно 226,5, 137,7 и 61,3% по сравнению соответственно с акциями крупных эмитентов, обществ с большими пакетами акций в руках государства и выплачивающими низкие дивиденды.

Инвестирование в менее ликвидные акции и в акции с более высокой доходностью не приносили премии, которую обычно инвесторы ожидают получить при инвестициях в неликвидные финансовые инструменты и от использования инерционной инвестиционной стратегии. Не приносила явной выгоды также стратегия инвестирования в акции стоимости или в акции роста.

На рис. 20 показаны только длинные позиции в акциях с таким значением каждого фактора, чья доходность выше в паре портфелей, использованных для расчета премии по этому фактору. На рисунке не представлены малые компании, которые за период с декабря 2007 г. по декабрь 2020 г. выросли на 1682%. Остальные портфели росли медленнее, чем малые компании, однако быстрее индекса полной доходности Московской биржи. Портфель из частных компаний вырос 6 раз, а широкий индекс акций в 3,29 раз. Индекс Московской биржи принес 200% доходность за 13 лет.

Таким образом, анализ фундаментальных характеристик акций российских компаний позволяет выявить их существенную недооценку, что проявляется в хронически низких показателях P/BV и P/ERatios. При этом по таким ключевым финансовым показателям как доходность собственного капитала, дивидендная доходность и слабость долговой нагрузки российские

---

1 Регулярно обновляемые исторические ряды доходностей каждого из указанных факторов рынка акций публикуются нами на страницах сайта лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС в сети «Интернет» по адресу: <https://ipei.ranepa.ru/ru/carm-ru>. Аналогичные расчеты по акциям в США доступны на ресурсе, поддерживаемом американским экономистом Кеннетом Френчем, по адресу: [https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html](https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html)

2 Более подробно о применении факторных моделей ценообразования на российском рынке акций см.: *Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И.* Модели ценообразования акций российских компаний и их практическое применение // Вопросы экономики. 2019. № 3. С. 48–76.

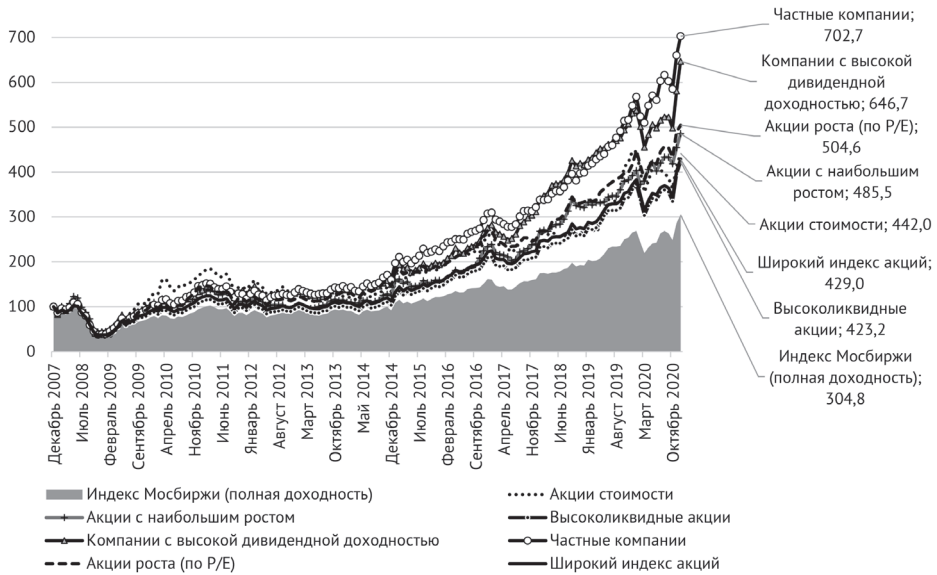


Рис. 20. Накопленная доходность портфелей из наиболее доходных категорий акций по сравнению с индексом Мосбиржи, полная доходность, декабрь 2007 г. = 100%, с декабря 2007 г. по декабрь 2020 г.

Источник: расчеты авторов по данным ресурса Конструктор CAPM-ru ИПЭИ РАНХиГС. URL: <https://ipei.ranepa.ru/capm-ru>

компании в выгодную сторону отличаются от конкурентов. Несмотря на повышенные риски волатильности, доходность акций российских компаний на среднесрочных временных горизонтах также превышает доходность многих фондовых индексов. Более того, популярные показатели премии за риск по акциям, рассмотренные выше, свидетельствуют о том, что, несмотря на санкции, страновые риски и риски инвестирования в акции российских ПАО находятся на низких исторических уровнях благодаря стабильности макроэкономической ситуации в стране. На этом фоне недооценка стоимости указанных акций инвесторами в большей мере является следствием не столько низкой эффективности самих компаний или макроэкономических рисков России, а в большей степени проблем в сфере инвестиционного климата и недостаточной внутренней инвестиционной базы из-за слабого уровня развития институциональных инвесторов.

Таблица 4

Годовая доходность всех длинных факторных портфелей, %, 2007–2020 гг.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Средняя доходность 2007–2020 гг.
Безрисковая ставка	-0,1	-1,2,7	24,8	2,5	-1,2	6,9	-3,5	-20,9	19,7	6,8	5,0	-5,1	12,1	1,7	1,9
Компани с государственным участием	11,0	-65,3	145,4	15,9	-19,1	-1,6	-2,4	-3,9	37,9	50,8	-3,8	19,4	32,4	5,6	7,4
Низколиквидные акции	41,5	-60,8	96,0	52,5	-20,4	8,4	4,1	-0,8	16,4	31,5	1,9	14,7	21,9	0,5	8,8
Акции с наименьшим ростом	14,2	-60,8	171,8	32,2	-24,3	20,1	0,5	-9,4	59,7	22,2	2,4	-7,6	28,0	7,2	9,1
Компани без дивидендов	22,4	-64,7	176,1	55,5	-21,2	2,7	4,5	21,0	42,0	27,2	-2,6	-6,2	17,6	-5,8	9,3
Рыночная премия	18,9	-56,4	95,1	28,0	-14,9	-2,3	11,1	28,5	13,9	34,1	-3,8	28,3	21,6	13,9	10,4
Компани с низкой дивидендной доходностью	24,9	-64,3	136,1	12,9	-20,5	9,6	9,0	-7,9	52,6	47,7	-3,6	14,6	49,2	9,8	10,9
Большие компании	13,4	-63,7	133,6	28,9	-16,1	3,4	6,8	1,9	37,3	43,6	0,8	22,1	36,0	14,9	11,2
Высоколиквидные акции	13,4	-64,1	136,4	26,8	-15,1	3,6	7,0	2,2	39,6	45,0	0,7	22,6	39,7	17,2	11,9
Акции стоимости (по P/E)	18,7	-64,9	129,8	25,4	-8,3	3,3	7,3	-2,5	48,3	42,1	9,7	11,8	50,4	8,5	12,2
Широкий индекс акций	18,7	-62,7	140,9	31,0	-16,2	4,2	7,4	2,2	37,6	43,2	0,9	22,0	36,0	15,3	12,3
Акции роста (по P/E)	21,1	-65,1	187,8	42,7	-22,3	4,8	13,5	10,4	27,9	44,1	-7,5	33,7	24,9	21,1	13,8
Акции роста	11,1	-64,3	172,9	65,9	-23,3	1,1	9,0	10,2	39,7	32,8	-2,5	24,4	25,5	38,8	14,4
Компани с высокой дивидендной доходностью	8,2	-55,6	132,3	29,2	-3,5	0,8	6,6	8,0	29,8	42,4	13,0	33,4	27,8	21,8	14,9
Акции с наибольшим ростом	48,0	-55,9	134,1	30,2	-21,3	-5,8	15,4	8,7	27,0	47,4	2,5	33,9	22,2	23,8	15,1
Акции стоимости	65,2	-66,6	259,8	41,9	-18,6	-2,9	-8,2	8,2	38,3	38,4	-3,4	5,2	72,1	-1,1	15,3
Частные компании	27,4	-61,1	148,5	51,2	-19,4	12,0	10,6	9,7	39,8	37,4	4,6	24,0	37,4	28,3	17,0
Малые компании	53,4	-44,3	196,5	60,7	-12,4	14,6	18,5	0,8	47,0	46,4	26,5	-1,3	33,0	56,7	26,7

Источник: расчеты авторов по данным ресурса Конструктор САРМ-ги ИПЭИ РАНХиГС. URL: <https://ipei.panera.ru/sarm-gi>

### 3.1.4. Организация рынка акций

В 2020 г. на биржевом рынке акций продолжилась позитивная тенденция роста стоимости рыночных сделок, что, прежде всего, было связано с притоком на рынок средств индивидуальных инвесторов. Общий объем рыночных сделок с акциями на Московской бирже вырос с 187 млрд долл. в 2019 г. до 309 млрд долл., или на 65,2% (рис. 21). Однако рост спроса на акции российских компаний со стороны индивидуальных инвесторов оказался недостаточным, чтобы в сложных условиях, связанных с пандемией, повысить общую капитализацию эмитентов. Данный показатель снизился с 792 млрд долл. в 2019 г. до 695 млрд долл. в 2020 г., или на 12,2%.

В течение 8 лет, начиная с 2013 г., продолжается тенденция сокращения числа российских эмитентов в листинге акций на Московской бирже (рис. 22). В 2020 г. число эмитентов в биржевом листинге в размере 213 сохранилось на уровне прошлого года. Основная проблема пополнения листинга заключается в слабом притоке на биржу новых российских компаний, что проявляется в многолетней стагнации биржевого рынка IPO.

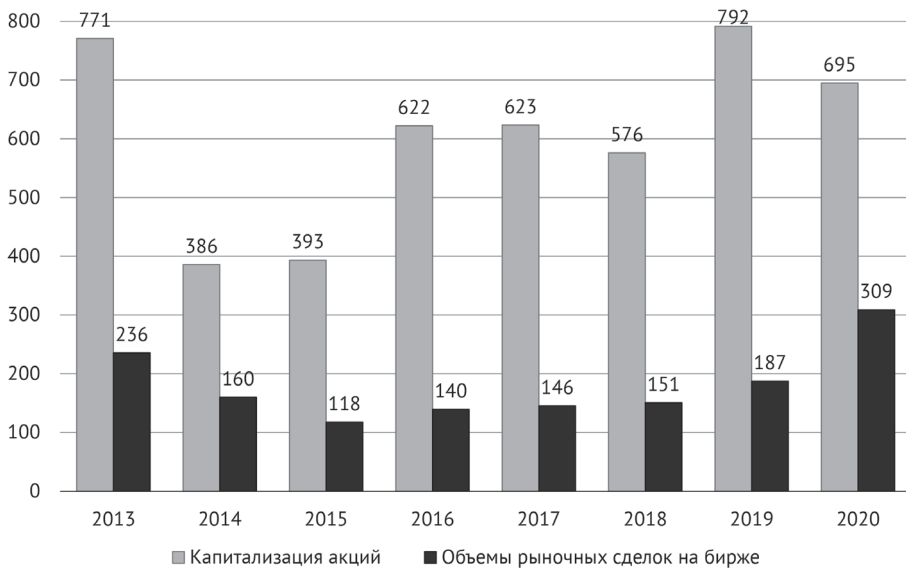
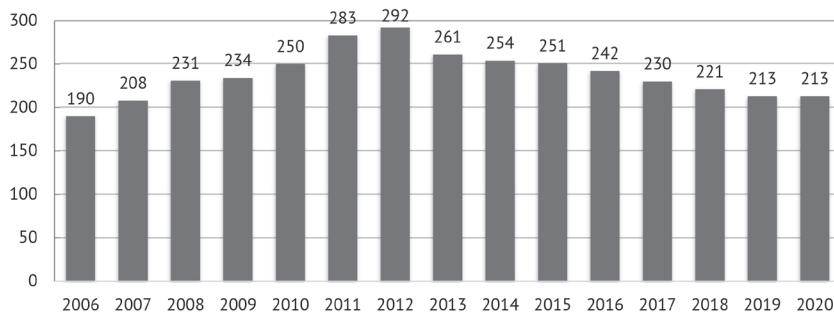


Рис. 21. Капитализация и объем рыночных сделок с акциями<sup>1</sup> на Московской бирже в 2013–2020 гг., млрд долл.

Источник: расчеты авторов по данным Всемирной Федерации бирж.

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



*Рис. 22.* Количество российских компаний в листинге Московской биржи в 2006–2020 гг.<sup>1</sup>

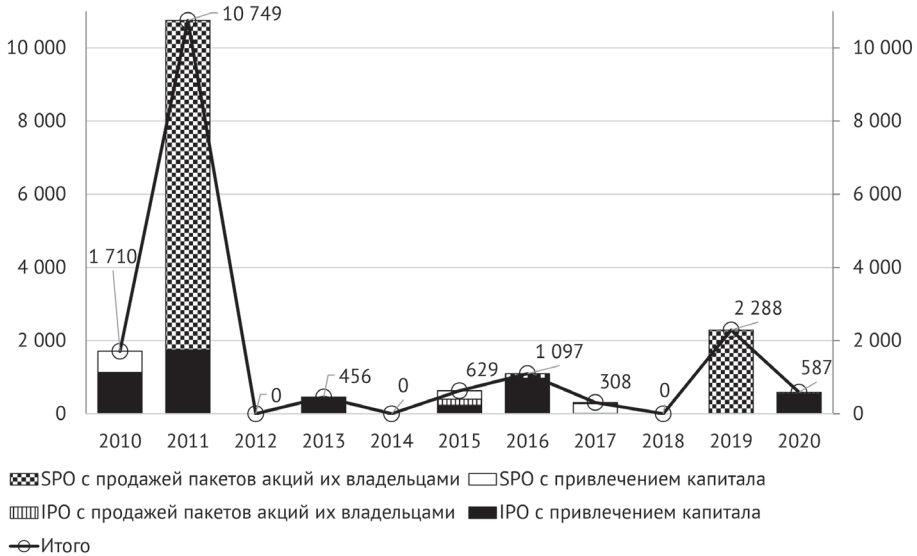
*Источник:* расчеты авторов по данным сборника НАУФОР «Российский фондовый рынок в 20151 г. События и факты» за 2006–2008 гг., а также данным Всемирной федерации бирж – за период 2009–2020 гг.

На *рис. 23* приведены данные о сделках IPO-SPO российских компаний, совершенных на российских биржах в 2010–2020 гг. без учета аналогичных сделок офшорных компаний, ведущих бизнес в России, на зарубежных биржевых площадках. После всплеска сделок IPO-SPO в 2011 г. на сумму 10,7 млрд долл. в последующие годы стоимость данных сделок редко превышала 1 млрд долл., а в 2014 г. и 2018 гг. они не проводились вовсе. При этом всплеск биржевых сделок публичного размещения акций в 2011 г. и в 2019 г. был связан не с привлечением нового капитала в компании, а с продажей пакетов акций их прежними владельцами в порядке проведения SPO. В 2020 г. на Московской бирже прошли два IPO компаний «Совкомфлот» и «Самолет» на сумму 587 млн долл.

Низкая активность на рынке публичных размещений акций в России связана с проблемами как инвестиционного предложения со стороны эмитентов, так и инвестиционного спроса у инвесторов. В условиях достаточной ликвидности банковской системы новым эмитентам было проще получать финансирование в банках, что обходится несколько дороже, но не требует публичного раскрытия информации об их деятельности. Кроме того, в условиях оттока ресурсов нерезидентов и слабого уровня развития внутренних институциональных инвесторов для эмитентов снижаются преимущества в привлечении капитала через биржу в виде более низкой стоимости заимствования.

Через сделки слияния-поглощения (M&A) фондовые рынки способствуют структурным изменениям в экономике. В последние два года в мире наблюдался спад сделок M&A (*рис. 24*), вызванный не только пандемией 2020 г., но и ограничениями в глобализации из-за обострения торговых отношений между странами и регионами. Стоимость сделок M&A снизилась с 4,1 трлн долл. в 2018 г. до 2,8 трлн долл. в 2020 г., или почти на треть. В России стоимость совершенных сделок M&A уменьшилась с 42 млрд долл. в 2019 г. до 28 млрд долл. в 2020 г., или на 33,3%.

<sup>1</sup> За период 2006–2011 гг. приводятся данные по листингу биржи ММВБ, за 2012–2020 гг. – по листингу ПАО «Московская биржа».



**Примечание.** В 2019 г. данные Всемирной федерации бирж (ВФБ) по объему сделок IPO-SPO уменьшены на стоимость сделок SPO с акциями ПАО «Газпром», совершенных 25.05.2019 и 21.11.2019 на сумму 5067 млн долл., вследствие их нерыночного характера. Также скорректирована оценка ВФБ стоимости сделок IPO-SPO в 2020 г., новая оценка включает стоимость IPO сделок ПАО «Совкомфлот» и ПАО «Самолет».

*Рис. 23.* Стоимость разных типов сделок IPO и SPO<sup>1</sup> на Московской бирже в 2010–2020 гг., млрд долл.

*Источник:* расчеты авторов по данным по данным ВФБ.

Кроме того, на *рис. 24* и *25* с точки зрения конкурентоспособности внутреннего фондового рынка сравниваются его показатели в базисном 2013 г. до введения санкций и создания мегарегулятора финансового рынка с аналогичными характеристиками 2020 г. и их средними значениями за период 2013–2020 гг.

За семь лет, прошедших после 2013 г., стоимость сделок M&A с участием российских компаний сократилась со 156 млрд долл. в 2013 г. до 28 млрд долл. в 2020 г., или на 82,1%. Среднегодовая стоимость сделок слияния-поглощения за период 2013–2020 гг. составила 56,3 млрд долл., что на 63,9% ниже уровня 2013 г. Доля российского сегмента рынка M&A в глобальном рынке слияний-поглощений сократилась с 6,2% в 2013 г. до 1,0% в 2020 г. и 1,7% в среднем за период 2013–2020 гг.

<sup>1</sup> IPO представляет собой первичное публичное размещение акций. В статистике ВФБ сделками IPO называют первичные размещения на бирже акций, включаемых в листинг новых компаний в виде дополнительных выпусков или продажи пакетов акций, уже принадлежавших их прежним владельцам. SPO – сделки по продаже на бирже пакетов акций действующих публичных компаний. Данные сделки также могут заключаться в отношении новых дополнительных выпусков акций и пакетов акций, которые на момент проведения SPO уже принадлежали их прежним владельцам.



*Рис. 24.* Стоимость сделок слияний-поглощений (М&А) в мире и в России в млрд долл. и доля сделок М&А в России в общей стоимости аналогичных сделок в мире (%), в 2013–2020 гг.

*Источник:* расчеты авторов по данным информационных ресурсов Merger.ru (URL: <http://mergers.ru/>) агентства Cbonds и Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) (URL: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>).

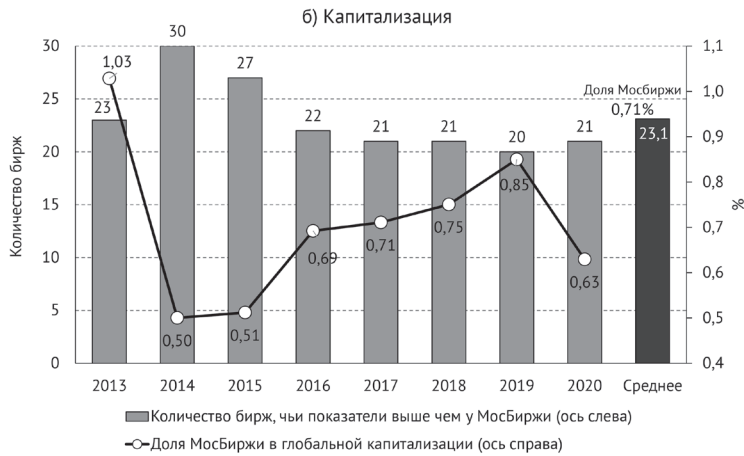
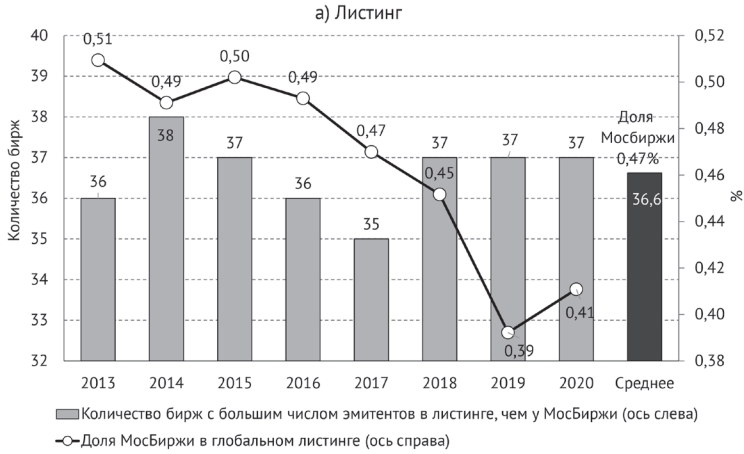
Уровень развития российского фондового рынка не соответствует масштабам внутренней экономики. Согласно статистике Всемирного банка, по показателю объема ВВП с учетом его оценки по паритету покупательной способности валют Россия занимает шестое место в мире. По ключевым характеристикам уровня развития фондового рынка Россия уступает значительно большему числу стран, при этом за прошедшие 8 лет его отставание от других стран продолжает увеличиваться.

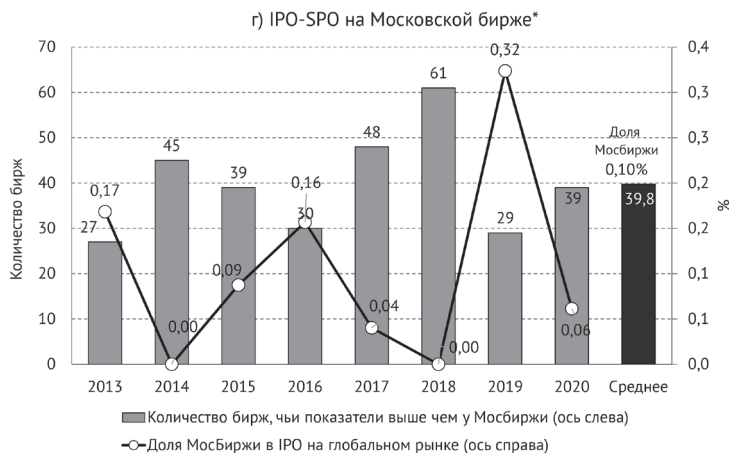
Как показывает анализ данных ВФБ на *рис. 25а*, по числу компаний в листинге в 2013 г. Московская биржа уступала 36 биржам в мире, ее доля в совокупном количестве листинговых компаний составляла 0,51%. В 2020 г. Московская биржа по критерию листинга уступала 37 биржам, ее доля в мировом листинге достигала 0,47%.

По размеру капитализации эмитентов в 2013 г. Московская биржа уступала 23 биржам в мире, ее доля в глобальной капитализации компаний составляла 1,03% (*рис. 25б*). В 2020 г. по капитализации эмитентов Московская биржа уступала лишь 21 бирже, однако ее доля в глобальной капитализации снизилась до 0,63%.

По объему рыночных сделок с акциями в 2013 г. Московская биржа уступала 27 биржам в мире, ее доля в совокупном объеме биржевых сделок с акциями составляла 0,33% (*рис. 25в*). В 2020 г. по объему рыночных сделок







\* В 2019 г. данные ВФБ по объему сделок IPO-SPO уменьшены на стоимость сделок SPO с акциями ПАО «Газпром», совершенных 25.05.2019 г. и 21.11.2019 г. на сумму 5067 млн долл., вследствие их нерыночного характера. Также скорректирована оценка ВФБ стоимости сделок IPO-SPO в 2020 г., новая оценка включает стоимость IPO сделок ПАО «Совкомфлот» и ПАО «Самолет».

**Рис. 25.** Показатели конкурентоспособности российского рынка акций в 2013–2020 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;
- г) количество бирж, превосходящих Московскую биржу по объему всех типов сделок IPO и SPO и доля (%) Мосбиржи в общем объеме сделок IPO-SPO в мире.

Источник: расчеты авторов по данным по данным ВФБ.

с акциями Московская биржа также уступала 27 бирже, а ее доля в глобальной биржевой ликвидности снизилась до 0,22%.

По стоимости сделок IPO-SPO компаний в 2013 г. Московская биржа занимала 28 место в мире, ее доля в совокупном объеме сделок составляла 0,17% (рис. 25). В 2020 г. по стоимости сделок публичного размещения акций Московская биржа уступала 39 биржам, а ее доля в общей стоимости данных сделок в мире снизилась до 0,06%.

Таким образом, в 2020 г. внутренний рынок акций продолжал отставать от рынков других стран, а по таким направлениям как капитализация эмитентов и стоимость публичных размещений акций это отставание еще больше усилилось. Данные процессы связаны с такими факторами как замедление экономического роста, санкции, высокий уровень регуляторной нагрузки, слабость институциональных инвесторов. Приход на рынок массы индивидуальных инвесторов сам по себе пока не оказывает существенного влияния на изменение тенденций отставания внутреннего рынка акций от конкурентов.

На фондовом рынке необходимы глубинные изменения, направленные на повышение его привлекательности для разных категорий инвесторов.

Для российского рынка акций характерен высокий уровень концентрации эмитентов по капитализации, более того, с начала 2010-х годов данный показатель имеет тенденцию к росту (рис. 26 и табл. 5). В общей капитализации эмитентов доля 10 крупнейших ПАО выросла с 61,7% в 2011 г. до 64,4% в 2020 г., доля 20 крупнейших эмитентов акций – с 77,0 до 80,0% соответственно. В отличие от США и Китая, где двигателем роста капитализации выступают высокотехнологичные компании, в России Топ-10 по капитализации компаний работают в сфере добычи нефти и газа, металлургии и банковской деятельности. Лишь одна компания – Яндекс представляет сектор высокотехнологических компаний. Борьба за первое место по капитализации в последнее время идет между пятью компаниями – Газпромом, Сбербанком, НК Роснефть, Лукойлом и Новатэк. В 2020 г. самой капитализированной компаний оказался Сбербанк.

В 2020 г. уровень концентрации крупнейших эмитентов по сравнению с предшествующим годом снизился: с 82,9 до 80,0% по Топ-20 ПАО и с 70,1 до 64,4% по Топ-10 компаний. Это свидетельствует о том, что в условиях финансового кризиса и шока цен на нефть и газ более устойчивыми оказались акции других отраслей, таких как золотодобыча, телекоммуникации, ритейл, энергетика и некоторых других. Это можно рассматривать как сигнал к тому, что в условиях ожидаемой длительной стагнации цен на нефть и газ, устойчивый рост капитализации российских компаний возможен лишь за счет структурных изменений в экономике и появления новых лидеров из сфер технологического сектора, фармацевтики, химической промышленности, ритейла, транспорта, финансов и других отраслей.

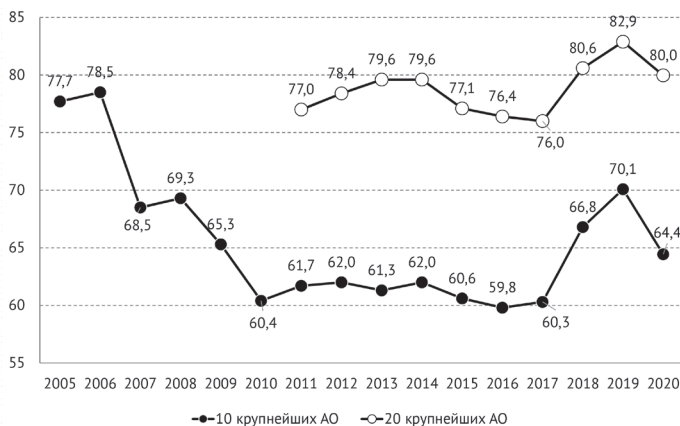


Рис. 26. Доля крупнейших ПАО в капитализации внутреннего рынка акций, %

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

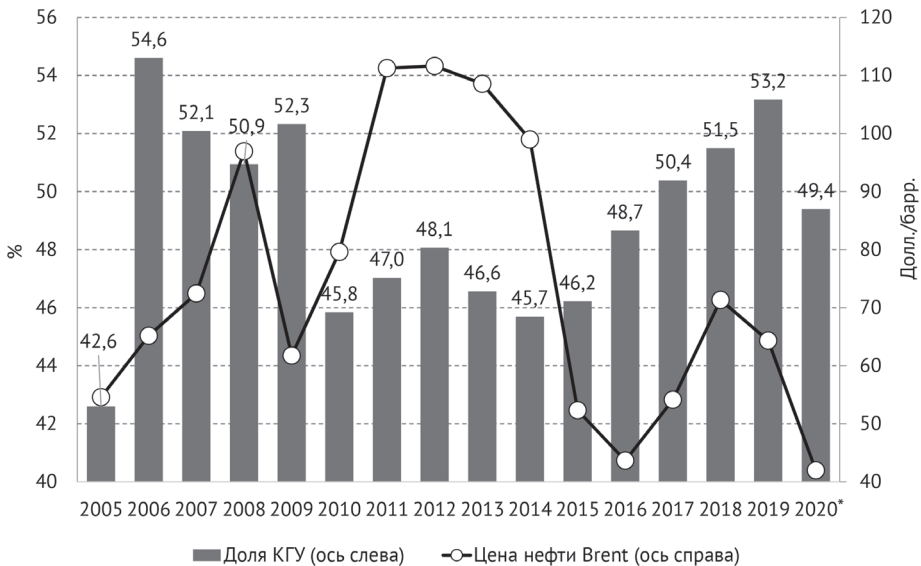
Таблица 5

Капитализация 10 крупнейших российских публичных акционерных обществ  
(ПАО) в 2018–2020 гг.

Эмитент	2018 г.		2019 г.		2020 г.	
	Капитализация, млрд руб.	Уд. вес, %	Капитализация, млрд руб.	Уд. вес, %	Капитализация, млрд руб.	Уд. вес, %
1. Сбербанк	4535	11,4	6077	12,5	5873	11,4
2. «ЛУКОЙЛ»	4017	10,1	5482	11,3	5024	9,8
3. «Газпром»	3739	9,4	4776	9,8	4620	9,0
4. «НК «Роснефть»	3629	9,1	4405	9,1	3814	7,4
5. «НОВАТЭК»	3431	8,6	3834	7,9	3738	7,3
6. «ГМК «Норильский никель»	2059	5,2	3050	6,3	3590	7,0
7. «Газпром нефть»	1639	4,1	1995	4,1	2049	4,0
8. «Татнефть им. В.Д. Шашина»	1588	4	1814	3,7	1634	3,2
9. ОАО «Сургутнефтегаз»	959	2,4	1668	3,4	1507	2,9
10. «НЛМК»	944	2,4	945	1,9	1286	2,5
<b>Капитализация всех эмитентов на МБ</b>	<b>39716</b>	<b>100</b>	<b>4879</b>	<b>100</b>	<b>51428</b>	<b>100</b>
<b>Капитализация Топ-5 эмитентов</b>	<b>19351</b>	<b>48,7</b>	<b>24574</b>	<b>50,6</b>	<b>23070</b>	<b>44,9</b>
<b>Капитализация Топ-10 эмитентов</b>	<b>26541</b>	<b>66,8</b>	<b>34047</b>	<b>70,1</b>	<b>33137</b>	<b>64,4</b>

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

В 2020 г. произошло изменение наблюдавшейся в 2014–2019 гг. тенденции роста в капитализации доли компаний с государственным участием в капитале (КГУ)<sup>1</sup>. Данный показатель снизился с 53,2% в 2019 г. до 49,4% в 2020 г. (рис. 27). Указанное изменение не означает, что в 2020 г. произошли существенные изменения в структуре собственности крупнейших компаний: состоявшееся IPO государственной компании Совкомфлот не повлияло на ее статус как компании с государственным участием. В большей мере это вызвано тем, что государственные компании преобладают в таких отраслях как ТЭК, энергетика, транспорт и банковская деятельность, которые в большей мере страдают от финансовых кризисов и ухудшения конъюнктуры на мировых рынках сырьевых товаров. После кризиса 2008 г. рост доли КГУ в капитализации обычно происходит в периоды роста цен на нефть (2010–2012 гг., 2016–2018 гг.), а ее снижение – в периоды падения нефтяных цен (2013–2014 гг., 2020 г.) (рис. 27). До кризиса 2008 г. данная закономерность не работала, возможно из-за того, что параллельно с ростом цен на нефть сильное влияние на капитализацию российских эмитентов оказывал поток иностранных портфельных инвестиций, а также проведение структурных ре-



\* Данные о доле капитализации КГУ в 2020 г. являются предварительными.

Рис. 27. Доля компаний с государственным участием (КГУ) в капитализации внутреннего рынка акций и цена барреля нефти Brent в 2005–2020 гг.

Источник: расчеты авторов.

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

форм, таких как реструктуризация ПАО ЕЭС России и создание государственных институтов развития.

Государственный статус наиболее крупных российских эмитентов, представляющих ТЭК и банковский сектор, может затруднять структурные реформы в экономике, поскольку при благоприятной внешнеэкономической конъюнктуре у государства снижаются стимулы к изменениям структуры экономики, а в период кризисов компании с государственным участием могут в большей мере претендовать на централизованные меры поддержки, чем частные компании.

В 2020 г. и в первых двух месяцах 2021 г. заметно повысилась роль индивидуальных инвесторов в формировании биржевой ликвидности. Инвесторы стали более активно совершать биржевые сделки с использованием собственных средств, что привело к росту рыночных сделок в структуре биржевых торгов с 20,0% в 2019 г. до 33,1% в 2020 г. и 41,8% в январе-феврале 2021 г. (рис. 28). Это способствует снижению кредитного рычага у участников биржевой торговли и повышению прозрачности механизма ценообразования акций, поскольку их рыночные цены формируются по данным именно аукционного режима торгов.

При формировании биржевой ликвидности индивидуальные инвесторы стали играть примерно такую же роль, как и нерезиденты (табл. 6). Например, доля нерезидентов в рыночных сделках с акциями снизилась с 47,5% в 2019 г. до 44,6% в 2020 г., и, наоборот, доля индивидуальных инвесторов за



**Рис. 28.** Структура сделок с акциями на основном рынке Московской биржи с 2005 г. по февраль 2020 г., %

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

Таблица 6

### Структура инвесторов в режиме основных торгов акциями на Московской бирже с 2017 г. по февраль 2021 г.

	2017	2018	2019	2020	Февраль 2021
Нерезиденты	47,5	51,2	47,5	44,6	45,2
Физические лица	35,3	34,7	36,7	44,1	42,8
Дилеры	8,9	8,2	8,1	5,8	5,7
Юридические лица	5,1	3,8	4,7	3,3	4,7
Доверительные управляющие	3,2	2,1	3,0	2,0	1,6

Источник: составлено авторами по данным Московской биржи [URL: [https://www.moex.com/s2184?fbclid=IwAR1Xl1wazyliXc5\\_77Q7usAilb54BwecrqBWQ8XtdIHJ78fvoc0bejFDTLA](https://www.moex.com/s2184?fbclid=IwAR1Xl1wazyliXc5_77Q7usAilb54BwecrqBWQ8XtdIHJ78fvoc0bejFDTLA)].

то же время повысилась с 36,7 до 44,1%<sup>1</sup>. Для сравнения: в США доля частных инвесторов на биржевом рынке акций в 2020 г. составила около 20%, в 2019 г. – 10%<sup>2</sup>, т.е. в России доля физических лиц в биржевой торговле примерно в 2 раза выше, чем на американском рынке.

Вместе с тем, создание стабильно ликвидного биржевого рынка невозможно без активного вовлечения на него внутренних институциональных инвесторов. Поэтому данные табл. 6 о том, что доля юридических лиц в структуре инвесторов на Московской бирже сократилась с 15,8% в 2019 г. до 11,1% в 2020 г. показывают наличие существенных рисков в данной области.

#### 3.1.5. Общие характеристики внутреннего рынка облигаций

2020 г. был благоприятным для роста внутреннего облигационного рынка. Этому во многом способствовала более мягкая денежно-кредитная политика, которая, пожалуй, впервые в истории современной российской экономики применялась в условиях финансового кризиса. В 2020 г. ключевая ставка Банка России снизилась с 6,25% годовых до 4,25% годовых. Кроме того, на фоне дефицита бюджета в условиях пандемии Минфин России со второй половины 2020 г. резко увеличил планы по чистым заимствованиям (с учетом погашения прежних обязательств) с 1,7 трлн руб. в год до 4,5 трлн руб.<sup>3</sup>, что способствовало быстрому росту рынка ОФЗ.

В 2020 г. стоимость облигационных займов в России продолжала расти, достигнув 31,8 трлн руб., что на 24,2% больше по сравнению с 2019 г. (рис. 29)<sup>4</sup>.

1 Банк России долю физических лиц в биржевом обороте акций и депозитарных расписок оценивает еще выше. По его данным в 2020 г. доля физических лиц здесь составила 47% по сравнению с 34% годом ранее. (Банк России. Обзор ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг. 2020 год. Информационно-аналитический материал. 2021. С. 16).

2 *Watts William*. Will individual investors stick around after pandemic's 'mind-blowing' stock trading surge? Market Watch on-line, March 25, 2021.

3 Банк России. Обзор финансовой стабильности. II-III кварталы 2020 года. Информационно-аналитический материал. 2020. С. 3.

4 Необходимо заметить, что рост объемов стоимости рублевых облигаций в обращении на рис. 29 и стоимости размещенных их выпусков на рис. 30, в определенной степени обусловлен снижением курса рубля к доллару на 16,2% в 2013 г.

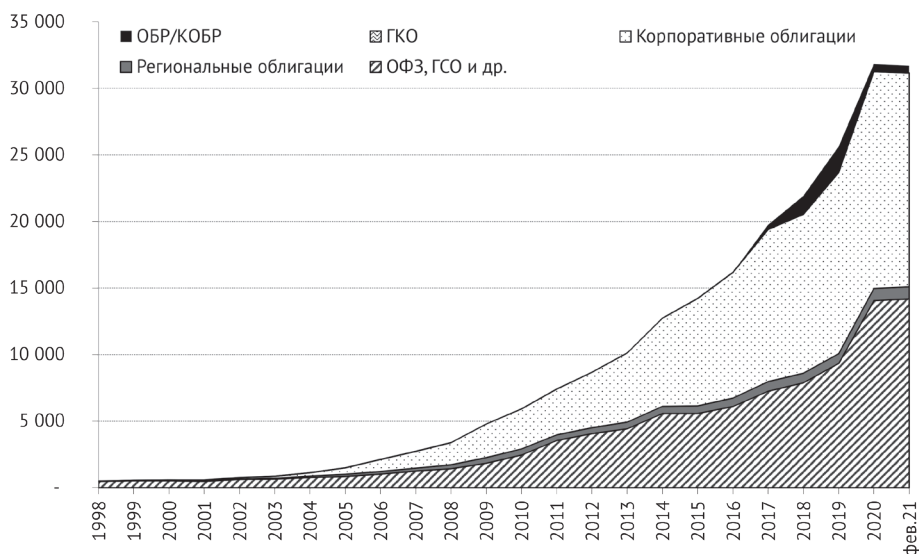


Рис. 29. Объемы рублевых облигаций в обращении с 1998 г. по февраль 2021 г., млрд руб.

Источник: расчеты авторов по данным Минфина России и Cbonds.

Стоимость корпоративных облигаций (КО), включая нерыночные выпуски, за год увеличилась с 13,6 трлн руб. до 16,2 трлн руб., или на 19,6%; федеральных облигаций (ОФЗ, ГСО и др.) – с 9,3 трлн руб. до 14,1 трлн руб., или на 50,6%; региональных облигаций – с 0,7 трлн руб. до 0,9 трлн руб., или на 23,9%. За это же время стоимость краткосрочных облигаций Банка России (КОБР) снизилась с 1,9 трлн руб. до 0,6 трлн руб., или на 70,6%. В условиях роста государственных заимствований банки сократили запасы ликвидности в форме КОБР в пользу более доходных облигаций федерального займа.

В 2020 г. благодаря низким процентным ставкам и из-за роста расходов федерального и региональных бюджетов, издержек компаний в условиях пандемии наблюдалось существенное увеличение размещений ОФЗ, региональных и корпоративных облигаций (рис. 30). Объем размещений корпоративных облигаций вырос с 2,6 трлн руб. в 2019 г. до 4,2 трлн руб. в 2020 г., или на 61,1%; облигаций федерального займа – с 2,1 трлн руб. до 4,3 трлн руб., или на 106,0%; региональных облигаций с 111,8 млрд руб. до 264,9 млрд руб., или на 137,0%. Лишь размещения краткосрочных облигаций Банка России в 2020 г. сократились до 5,5 трлн руб. по сравнению с 7,9 трлн руб. в 2019 г., или на 30,1%.

Общая стоимость рыночных сделок на вторичном биржевом рынке облигаций снизилась с 4,23 трлн руб. в 2019 г. до 4,16 трлн руб. в 2020 г., или на 1,8%. Отчасти это было компенсировано ростом стоимости сделок, совершаемых в переговорном режиме, с 6,4 трлн руб. в 2019 г. до 6,9 трлн руб. в 2020 г., или на 7,8%. Напротив, объем денежного рынка, на котором одни участники кредитуют



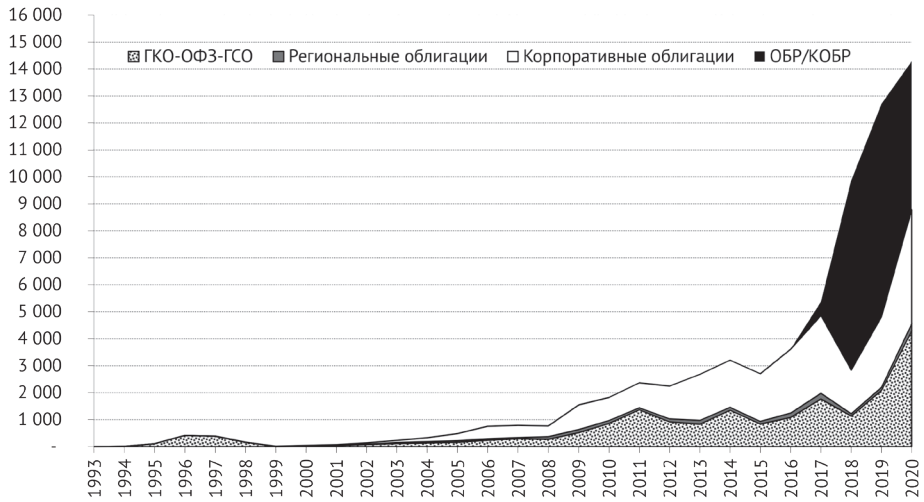
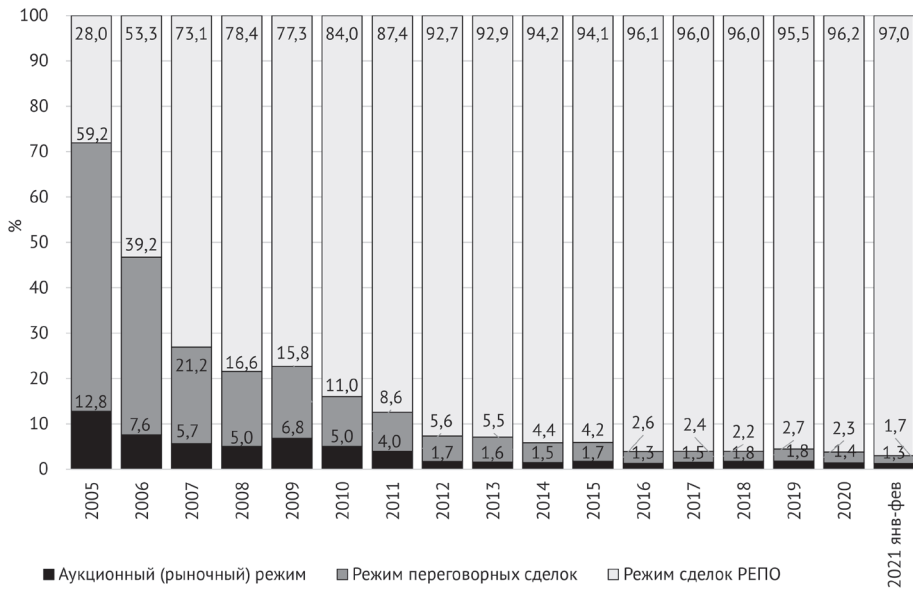


Рис. 30. Объемы размещений рублевых облигаций в 1993–2020 гг., млрд руб.

Источник: расчеты авторов по данным Минфина России и Московской биржи.



Примечание. Сделки РЕПО с облигациями включают прямое РЕПО с Банком России, междилерское РЕПО и сделки РЕПО с центральным контрагентом (РЕПО-РЕПО).

Рис. 31. Структура сделок с облигациями на Московской бирже с 2005 г. по февраль 2021 г., %

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и ВФБ.

других под залог облигаций (рынка сделок РЕПО), вырос в значительно большей мере – с 227,2 трлн руб. в 2019 г. до 283,4 трлн руб. в 2020 г., или на 24,7%.

Таким образом, вторичный рынок государственных, региональных и корпоративных облигаций все меньше выполняет роль механизма перераспределения долгосрочных заемных ресурсов от менее эффективных в пользу более эффективных должников и формирования рыночной стоимости облигаций, а все больше становится площадкой, где облигации удерживаются до момента их погашения с возможностью для их владельцев получить дополнительную премию за счет коммерческого использования краткосрочных денежных займов, привлекаемых под залог принадлежащих им облигаций. Как видно на *рис. 31*, доля рыночных сделок в общих объемах торгов облигациями сократилась с 1,8% в 2019 г. до 1,4% в 2020 г. и на 1,3% в феврале 2021 г. Доля сделок, совершаемых в режиме переговорных торгов, также снизилась соответственно с 2,7 до 2,3 и 1,7%. При этом доля сделок РЕПО выросла с 95,5% в 2019 г. до 96,2% в 2020 г. и рекордного уровня в 97,0% в феврале 2021 г.

Облигационный рынок, где доминируют сделки РЕПО, во многом напоминает автомобильное движение при отсутствии правил. Сделки РЕПО не формируют рыночную стоимость ценных бумаг, которая обычно должна сигнализировать о кредитных рисках эмитентов, рисков изменений процентных ставок. Отсутствие возможности продать облигации на вторичном рынке не позволяет их владельцам своевременно реагировать на изменения ситуации на рынке и у эмитентов ценных бумаг. Основные объемы облигаций в течение нескольких лет появились на рынке в условиях избыточной денежной ликвидности и снижающихся ставок процента. Изменения рыночных трендов, например, в направлении роста инфляции и повышения ключевой ставки может создать серьезные проблемы держателям облигаций, не имеющим возможности своевременно продать их на рынке.

### 3.1.6. Фундаментальные характеристики корпоративных облигаций

В конце 2019 г. на внутреннем рынке КО царил эйфория от успехов. Однако уже в конце марта 2020 г. международное рейтинговое агентство Moody's выступило с предупреждением, что обвал цен на нефть и ослабление рубля могут негативно отразиться на капитале российских банков, имеющих большой объем долговых ценных бумаг на балансе<sup>1</sup>. Данная ситуация иллюстрирует высокую волатильность и риски корпоративных облигаций для инвесторов.

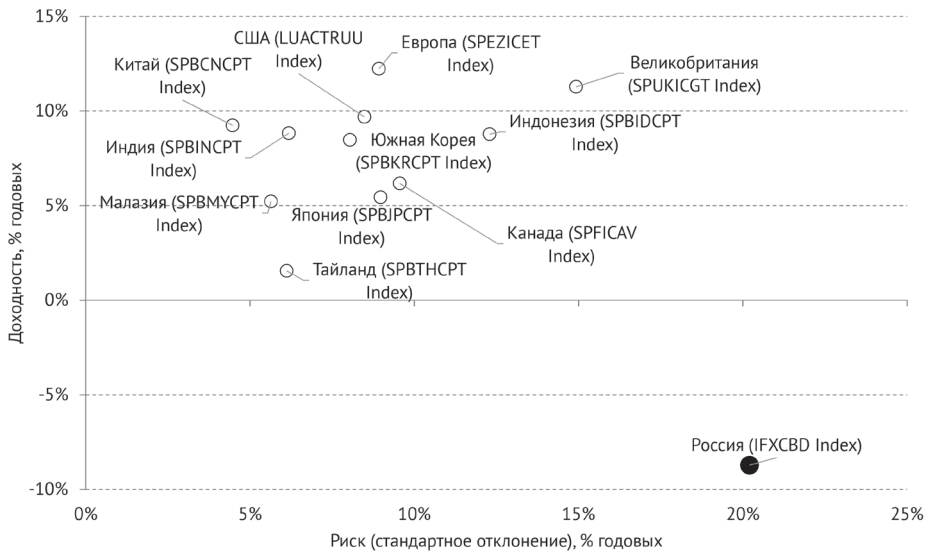
На *рис. 32* на временных горизонтах – 1 год, 5 лет и 12 лет – за 2009–2020 гг. проведено сравнение параметров доходности и риска (стандартного отклонения) индексов КО 12 разных стран, включая российского IFX Index<sup>2</sup>.

---

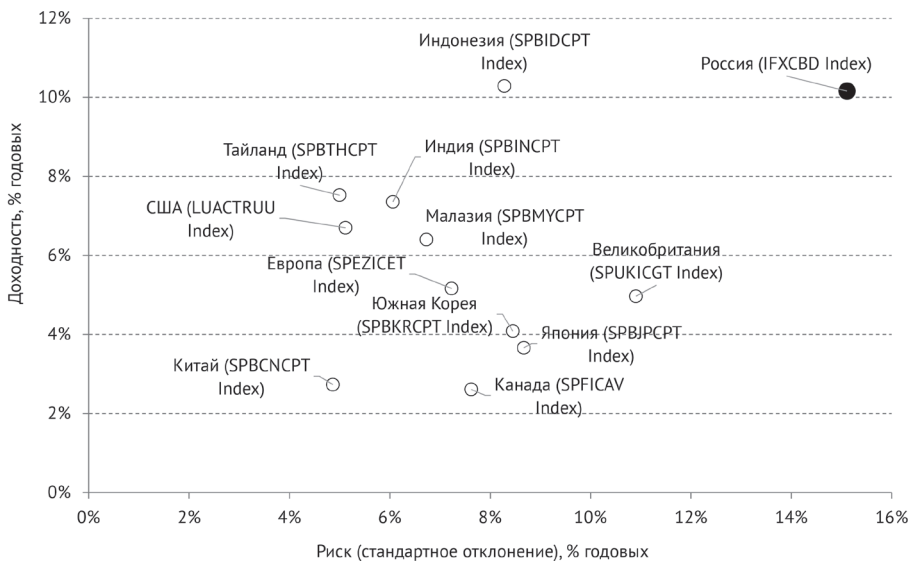
1 Казарновский П., Кошкина Ю. Бумаги добавляют уязвимости // Ежедневная деловая газета РБК. 20 марта, 2020. № 33 (3200).

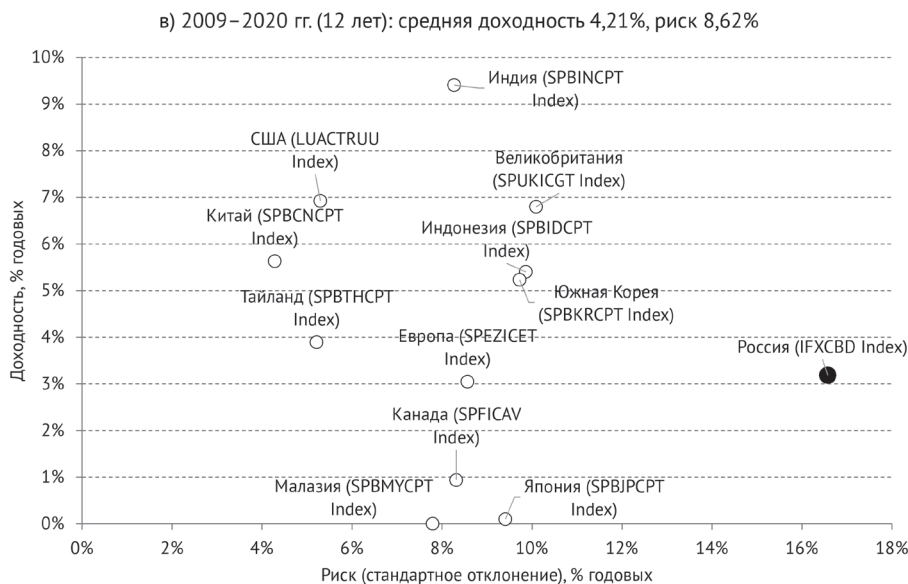
2 Относительно ограниченный размер выборки стран обусловлен тем, что в информационно-аналитическом ресурсе Блумберг исторические ряды индексов корпоративных облигаций представлены по сравнительно узкому кругу стран.

а) 2020 год: средняя доходность 6,63%, риск 9,56%



б) 2016-2020 гг. (5 лет): средняя доходность 5,72%, риск 7,65%





\* В целях сопоставимости данных ряды доходности соответствующих страновых индексов были пересчитаны в доллары США.

*Рис. 32.* Параметры среднегеометрических доходностей и риска 12 индексов корпоративных облигаций разных стран за период с января 2009 г. по декабрь 2020 г. на временных горизонтах 1 года, 5 и 12 лет, % годовых

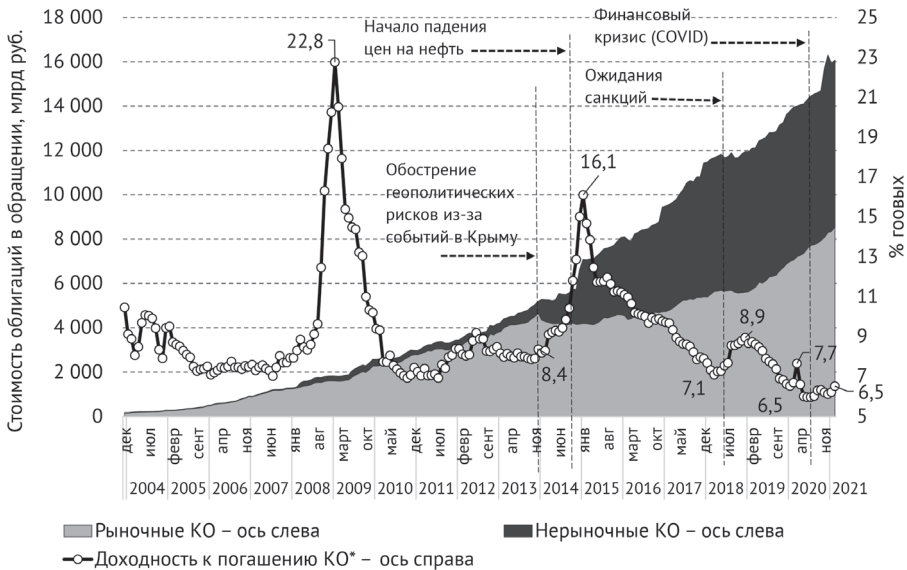
Источник: расчеты авторов по данным Bloomberg и Cbonds.

При этом в целях сопоставимости результатов исторические ряды доходности и соответственно риски скорректированы с учетом курса доллара.

На всех рассматриваемых временных горизонтах индекс IFX характеризовался, как правило, самым высоким уровнем риска, что, однако, в основном связано с волатильностью курса рубля, а не доходностью корзины облигаций в индексе. В 2020 г. валютная доходность индекса IFX составила -8,7% годовых при средней доходности по выборке +6,6%; стандартное отклонение по портфелю облигаций российских компаний достигала 20,2% при среднем показателе риска 9,6%.

На 5-летнем временном горизонте в 2016–2020 гг. среднегодовая доходность индекса IFX в размере 10,6% годовых превзошла среднюю доходность по выборке в размере 5,7%, однако показатель риска российского облигационного портфеля 15,1% почти вдвое превысил средний показатель риска по выборке в 7,6%. На 12-летнем горизонте с 2009 по 2020 г. среднегодовая доходность IFX Index в размере 3,2% годовых была ниже средней доходности по выборке стран в размере 4,2%, а показатель риска снова практически в 2 раза выше среднего, 16,6% против 8,6%.

По параметрам доходности-риска в иностранной валюте долгосрочные вложения в рублевые облигации российских компаний существенно уступают конкурентам из других стран как развитых, так и развивающихся. Основной проблемой инвестиций в рублевые облигации является нестабильность курса рубля, регулярные девальвации которого снижают привлекательность данных вложений для инвесторов. Высокая волатильность доходности корпоративных облигаций снижает их привлекательность для иностранных инвесторов. По оценкам Московской биржи доля нерезидентов во владении корпоративными облигациями в 2020 г. не превышала 10% их общего объема<sup>1</sup>. Другим фактором, препятствующим приобретению рублевых корпоративных облигаций иностранными инвесторами, является отсутствие признаваемых глобальными институциональными инвесторами кредитных рейтингов выпусков данных ценных бумаг в отличие от ситуации с ОФЗ. С 2021 г. новым фактором, сдерживающим приобретение государственных и корпоративных купонных облигаций физическими лицами, станет введение НДС по ставке 13%, взимаемого с получаемого купонного дохода. Для нерезидентов по государственным облигациям и корпоративным облигациям, выпущенным после 2017 г., также с 2021 г. введен налог в размере 30% полученного купонного дохода.



\* Доходность к погашению (YTM) по портфелю IFX-Cbonds.

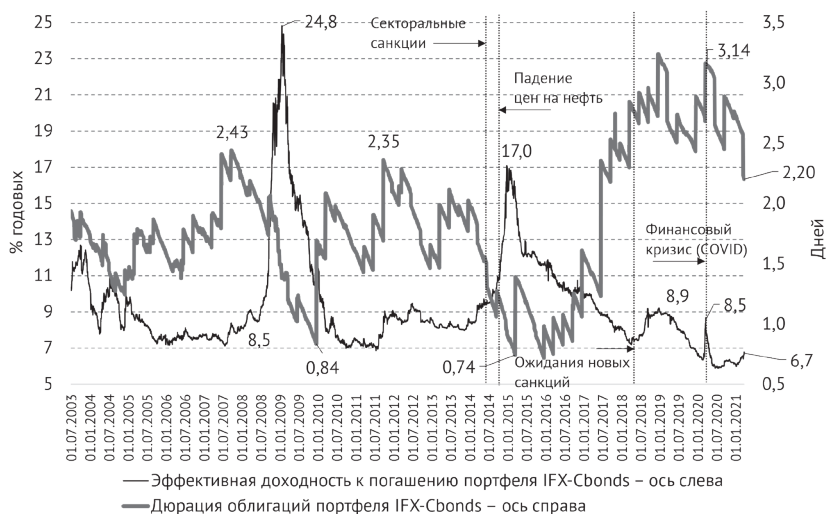
Рис. 33. Стоимость рублевых КО в обращении и доходность к погашению портфеля корпоративных облигаций IFX-Cbonds с декабря 2003 г. по февраль 2021 г.

Источник: расчеты авторов по данным Cbonds.

1 URL: <https://naufor.ru/tree.asp?n=20436>

Как показано на рис. 33, после кризиса 2008 г. доходность индекса рублевых KOIFX-Cbonds периодически росла под влиянием падения цен на нефть и опасений инвесторов на фоне геополитических рисков и международных санкций. При этом с 2014 г. рост рынка корпоративных облигаций стал во многом обеспечиваться за счет роста их нерыночных выпусков<sup>1</sup>, не имеющих биржевых котировок. В 2020 г. из общей стоимости рублевых корпоративных облигаций в обращении в размере 16,3 трлн руб., 8,3 трлн руб., или 51,1% приходилось на рыночные выпуски облигаций; 8,0 трлн руб. (48,9%) – на нерыночные облигации.

В 2020 г. рынок КО входил с рекордно низкой доходностью к погашению, которая для портфеля индекса IFX, включающего облигации высококлассных эмитентов, составляла 6,11% годовых. Во время острой фазы кризиса в марте 2020 г. доходность выросла, но умеренно, до 7,65%, что объяснялось наличием достаточной ликвидности на рынке; действиями, предпринятыми Банком России для стабилизации облигационного рынка (например, введение особого временного порядка учета неликвидных облигаций на балансах финансовых организаций), а также обещанными мерами государственной поддержки системо-значимых компаний. В дальнейшем по мере снижения ключевой ставки в апреле, июне и июле с 6,0 до 4,25%, доходность индекса IFX снизилась до 5,96% в июле 2020 г. С августа по мере роста инфляционных ожиданий доходность КО стала постепенно расти, достигнув 6,51% годовых в феврале 2021 г.



**Рис. 34.** Динамика эффективной доходности к погашению и дюрации портфеля KOIFX-Cbonds с 01.07.2003 г. до 25.03.2021 г.

Источник: расчеты авторов по данным Cbonds.

1 Согласно определению Банка России, под нерыночным выпуском подразумевается ситуация, когда выкуп всего или большей части размещаемого выпуска осуществляется банком-организатором или близкими эмитенту компаниями (Банк России. Обзор российского финансового сектора и финансовых инструментов. 2019 г. Аналитический материал. 2020. С. 37).

Как показано на *рис. 34*, доходность к погашению КО тесно связана с их дюрацией, рассчитываемой с учетом встроенных в условия их выпусков оферт эмитентов. При ожиданиях снижения ключевой ставки центрального банка растет спрос инвесторов на более длинные облигации, и, наоборот, при повышении ключевой ставки инвесторы предпочитают относительно краткосрочные облигации. По этим причинам с середины 2015 г. по конец 2018 г. средняя дюрация облигаций индекса IFX заметно росла, а со второй половины 2018 г. под влиянием умеренного роста ставки дюрация облигаций стала волатильной. Со второй половины 2019 г. до начала кризиса в марте 2020 г. она опять росла. Однако после кризиса по февраль 2021 г. дюрация корпоративных облигаций снизилась с 3,14 года до 2,20 лет. Это объясняется тем, что в условиях неопределенности, вызванной пандемией, а в последующем усиления ожиданий роста инфляции, участники рынка предпочитали держать средства в более ликвидных активах, включая корпоративные облигации с краткосрочной дюрацией.

### 3.1.7. Факторная доходность портфелей КО

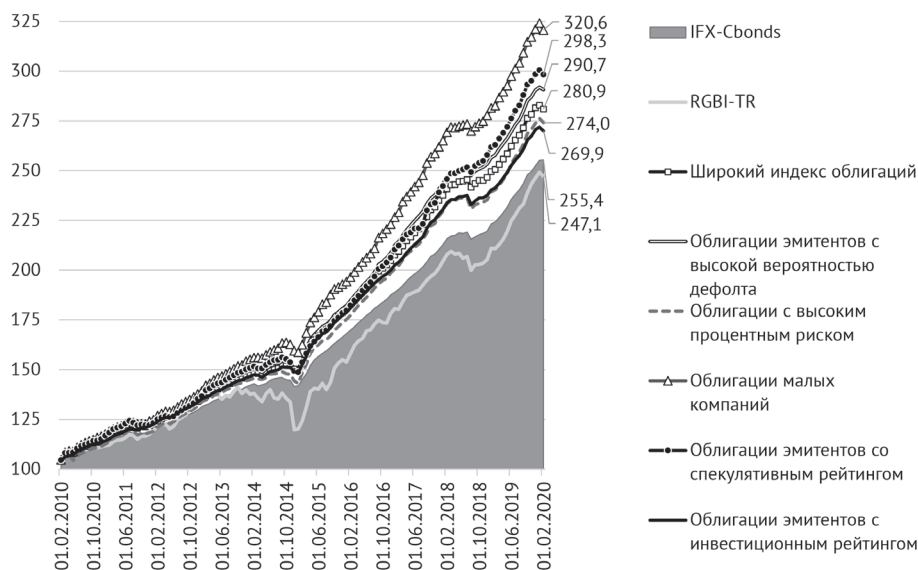
На рынке корпоративных облигаций факторные стратегии обладают несколько меньшими преимуществами по сравнению с рынком акций, однако ряд инвестиционных стратегий, подразумевающих отбор ценных бумаг по тем или иным характеристикам, предоставляли инвесторам потенциальную долгосрочную избыточную доходность (*рис. 35*). Так, максимальная диверсификация КО в портфеле, представленная рассчитанным нами широким индексом, позволила бы получить 180,9% доходности за период с 2010 по январь 2020 г. по сравнению с доходностью стандартного индекса из 30 корпоративных облигаций IFX-Cbonds в 155,4% и доходностью индекса государственных облигаций Московской биржи RGBI-TR 147,1%.

В наибольшей степени выросли в цене облигации малых компаний, на 220,6%, что подчеркивает значимость и ценность риска малых компаний в глазах инвесторов не только на рынке акций, но и на долговом рынке. Высокодоходные облигации (ВДО) или облигации со спекулятивным рейтингом принесли 198,3%, а облигации эмитентов с высокой вероятностью дефолта – 190,7%. Отбор облигаций по процентному риску в сторону более рискованных дает меньше преимуществ – доходность составила лишь 174%.

Не все факторные стратегии принесли значимые премии с 2010 г. по январь 2020 г. Размер избыточной доходности для корпоративных облигаций измеряется разностью среднегодовой доходности двух факторных стратегий, а премия за риск – спредем доходности к погашению (*табл. 7*). Динамика премий показана на *рис. 36*.

Премия за риск инвестирования в КО составила 1,47% в год на 10-летнем периоде, а средний спред в доходности корпоративных и государственных облигации равен 1,19% (*табл. 7*).

Премия за кредитный риск КО составляет 1,1% в год, спред высококорисковых облигаций также невелик – 0,2 п.п. Все это может быть следствием того, что для инвестора объективная оценка кредитного качества эмитентов



**Примечание.** Все построенные доходности портфелей являются индексами полной доходности для соответствующих инвестиционных стратегий, которые учитывают выплаты номиналов, амортизацию облигаций, а также выплаты купонов; отбор облигаций в портфели велся на основе порогового значения, равного медиане по каждому показателю.

*Рис. 35.* Доходности основных инвестиционных факторных стратегий на долговом рынке, 2010 – январь 2020 г. (декабрь 2009 г. = 100%)

*Источник:* расчеты авторов на основе данных Блумберг и Cbonds.

Таблица 7

**Премия и спреды по факторам облигаций, 2010–2019 гг.\***

	Премия по фактору, % годовых	Спред между факторными портфелями, %
Рыночная премия КО	1,4696	1,1938
Премия за кредитный риск КО	1,0658	0,1973
Премия за дюрацию КО	-0,3207	0,3152
Премия КО малых компаний	1,9584	0,7666
Премия КО компаний малой капитализации	0,0903	0,6335
Премия ВДО	1,0888	0,6257

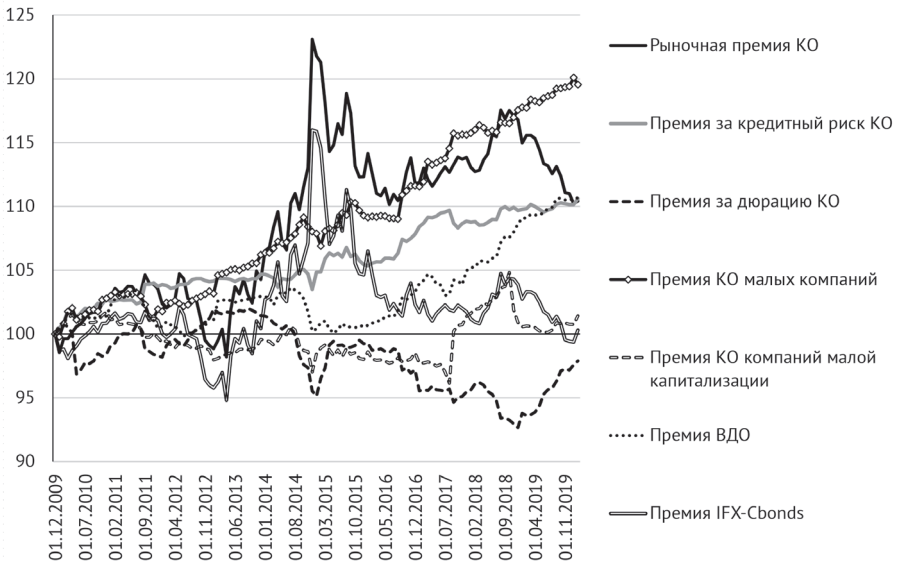
\* См. примечание к *рис. 36.*

*Источник:* расчеты авторов по данным Cbonds и Bloomberg.

является второстепенным критерием отбора облигаций в портфель, поэтому практически отсутствует требование повышенной доходности за риск.

Дюрация, будучи наиболее простым индикатором процентного риска облигации, служит наиболее оперативным сигналом к необходимости пересмотра





**Примечание.** Рыночная премия равна разнице в ежемесячных приростах индексов совокупности доходности широкой выборки корпоративных облигаций и государственных облигаций (RGBItr). Премия за кредитный риск КО равна разнице в ежемесячных приростах индексов совокупности доходности облигаций с повышенным кредитным рейтингом против облигаций с пониженным кредитным рейтингом. Премия за процентный риск (за дюрацию) КО равна разнице в ежемесячных приростах индексов совокупности доходности облигаций с высокой дюрацией против облигаций с низкой дюрацией. Премия за КО малых компаний равна разнице в ежемесячных приростах индексов совокупности доходности облигаций эмитентов с малым размером активов против облигаций эмитентов с крупным размером активов. Премия за КО компаний малой капитализации равна разнице в ежемесячных приростах индексов совокупности доходности облигаций компаний малой капитализации против облигаций компаний большой капитализации. Премия ВДО равна разнице в ежемесячных приростах индексов совокупности доходности ВДО против облигаций инвестиционного уровня. Используются кредитные рейтинги по шкале Блумберг. Для расчетов использованы только ликвидные внутренние выпуски рублевых облигаций.

Рис. 36. Премии по основным факторным стратегиям на рынке КО в России, 2010 г. – январь 2020 г. (декабрь 2009 г. = 100%)

Источник: расчеты авторов по данным Cbonds и Bloomberg.

или переоценке портфеля инвестора. Большие значения дюрации означают, что облигация крайне чувствительна к изменениям процентной ставки, а значит ее процентный риск высок. Облигации с высокой дюрацией на развитых рынках обеспечивают премию инвесторам, компенсируя повышенный риск. Однако на российском рынке премия за процентный риск или дюрацию отсутствует, инвесторы, вероятно, упускают важную информацию о рисках при ценообразовании.

Премия за КО малых компаний является наибольшей и равна 1,96% в год, в то время как спред облигаций малых компаний равен 0,77 п.п. Корпоративные облигации малых публичных компаний, в свою очередь, не обеспечивают значимой премии. Это говорит, скорее о наличии премии за непубличные

компании, так как публичные компании обладают существенно меньшим риском с точки зрения инвестора. Причиной этого может быть большая открытость публичных компаний, наличие большего массива текущей информации о них и более стратегический подход к созданию репутации на фондовом рынке.

Премия по совокупному доходу за инвестирование в ВДО составляет 1,1% в год на 10-летнем периоде, а спред 0,63 п.п. Этот фактор выявляется гораздо отчетливее, чем фактор кредитного риска, где используется плавающая грань кредитного риска между портфелями. Это говорит о том, что инвесторы в последние годы начали обращать внимание на кредитные рейтинги эмитентов, хотя не учитывают фактические расчетные значения кредитного риска, т.е. оценка рисков является довольно поверхностной, без исследования ценных бумаг внутри кредитного рейтинга.

### 3.1.8. Организация рынка корпоративных облигаций

Количество эмитентов на рынке КО на Московской бирже существенно превышает число компаний в листинге акций. Рынок корпоративных облигаций активно используется для привлечения новых ресурсов и рефинансирования прежних долгов эмитентами 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. 37). Это было вызвано не только изменениями схем построения займов, когда для выпуска КО крупными эмитентами 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.

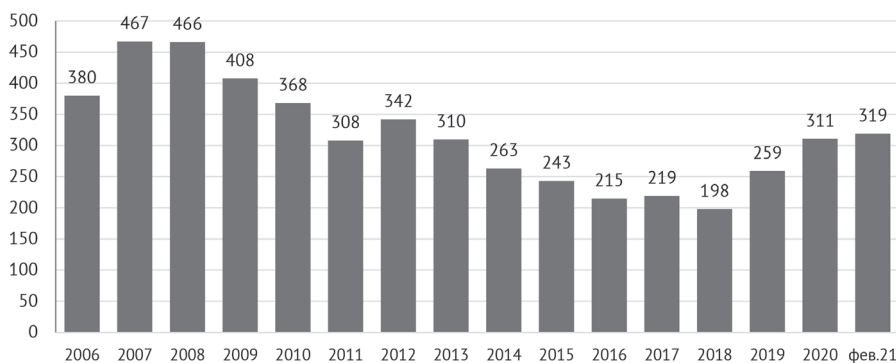


Рис. 37. Количество эмитентов рыночных выпусков корпоративных облигаций на Московской бирже в 2006–2021 гг.

Источник: по данным сборника Cbonds.

В 2018 г. были внесены поправки в законодательство о рынке ценных бумаг, направленные на упрощение выпуска корпоративных обязательств в части принятия решений о выпуске облигаций, сокращения сроков регистрации выпусков, упрощения отчетности об итогах выпуска, снятия ограничений по срокам завершения размещения ценных бумаг. Биржей принимались дополнительные меры по стимулированию прихода на биржу компаний малого и среднего бизнеса. В результате с 2019 г. количество эмитентов КО на бирже стало расти. Повышению привлекательности КО в глазах эмитентов способствовала тенденция снижения ключевой ставки Банком России, действовавшая (за исключением небольшого периода в 2018–2019 гг.) с середины 2015 г. до марта 2021 г.

В феврале 2021 г. на бирже обращались выпуски 319 эмитентов рыночных КО по сравнению с 198 эмитентами в 2018 г., т.е. данный показатель вырос в 1,6 раза.

По данным Cbonds, в 2020 г. наблюдался устойчивый рост сегмента высокодоходных облигаций. Объем данного рынка практически удвоился в 2020 г. и составил 40 млрд руб. по сравнению с 21 млрд руб. в предшествующем году. При этом 70% новых выпусков ВДО представляют собой эмиссии небольших компаний без кредитных рейтингов<sup>1</sup>.

Новым трендом развития КО стало формирование рынка ESG-финансирования. В новой редакции стандартов эмиссии ценных бумаг, вступившей в силу с 11 мая 2020 г., появились стандарты выпусков 3 новых видов облигаций – зеленых, социальных и инфраструктурных. К 7 декабря 2020 г. Московская биржа провела соответствующие обновления правил листинга для указанных видов облигаций. По данным биржи на этот момент времени было размещено 9 выпусков зеленых и социальных облигаций на сумму 23 млрд руб.<sup>2</sup>.

26 июня компания РЖД разместила первый выпуск бессрочных облигаций корпоративного заемщика в истории российского публичного долгового рынка на сумму 30 млрд руб. Суммарный объем серии бессрочных облигаций составил 313 млрд руб.<sup>3</sup>.

Первичный рынок корпоративных заимствований, как и внутренний рынок акций является высококонцентрированным (*табл. 8 рис. 38*). Во время пандемии коронавируса доля 10 самых крупных эмитентов корпоративных облигаций выросла с 53,5% в 2019 г. до 68,3% в 2020 г., доля топ-20 эмитентов за тот же период – с 68,3 до 78,6%. Крупные эмитенты старались воспользоваться возможностью привлечения заемных средств в условиях низких ставок для компенсации потерь выручки, вызванной пандемией и низкими ценами на нефть, газ и иные сырьевые ресурсы. В топ-10 эмитентов КО 7 были компаниями с государственным участием.

1 Cbonds (2020). ПОК – 2020 – вопреки пандемии. Обзор конференции. URL: <http://review.cbonds.info/article/magazines/5431/>

2 Cbonds. Потенциал выпуска ECG-бондов – огромный. Cbonds Review, №1. 2021. URL: <http://review.cbonds.info/article/magazines/5413/>

3 URL: <http://ru.cbonds.info/news/item/1320403>

Таблица 8

10 крупнейших эмитентов корпоративных облигаций (КО) и их доля в совокупной стоимости эмиссии выпусков КО

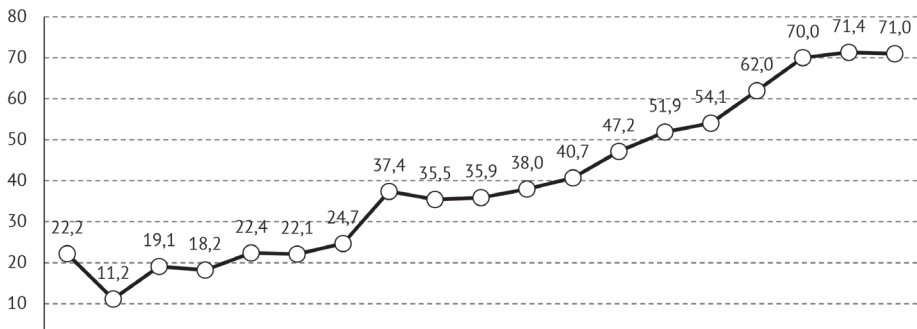
Эмитенты	2018		2019		2020	
	млрд руб.	%	млрд руб.	%	млрд руб.	%
1. ПАО Сбербанк	301	17,9	465	16,1	815	17,7
2. ООО ДОМ.РФ Ипотечный агент	137	8,2	253	8,7	550	12,0
3. ОАО РЖД	85	5,1	172	5,9	489	10,6
4. АО Россельхозбанк	78	4,7	170	5,9	386	8,4
5. ООО Жилой микро-район	76	4,6	106	3,7	353	7,7
6. ПАО НК Роснефть	70	4,2	95	3,3	243	5,3
7. Газпромбанк (АО)	67	4,0	80	2,8	90	2,0
8. Банк ВТБ (ПАО)	59	3,5	78	2,7	88	1,9
9. АО ДОМ.РФ	55	3,3	69	2,4	66	1,4
10. Государственная компания «Автодор»	52	3,1	60	2,1	59	1,3
<b>Капитализация всех выпусков КО</b>	<b>1674</b>	<b>100</b>	<b>2893</b>	<b>100</b>	<b>4595</b>	<b>100</b>
<b>Капитализация выпусков Топ-10 эмитентов КО</b>	<b>979</b>	<b>58,5</b>	<b>1547</b>	<b>53,5</b>	<b>3138</b>	<b>68,3</b>

Источник: расчеты авторов по данным Sbondс.



Рис. 38. Доля крупнейших 10 и 20 эмитентов в эмиссии рублевых корпоративных облигаций в 2009–2020 гг., %

Источник: расчеты авторов по данным Cbonds.



Примечание. Данные за 2020 г. являются предварительными.

Рис. 39. Доля КГУ в стоимости находящихся в обращении рублевых КО в 2002–2020 гг., %

Источник: расчеты авторов по данным Cbonds.

Проведенные нами расчеты по обширной выборке корпоративных облигаций, предоставленной Cbonds, показывают устойчивый рост доли компаний с государственным участием (КГУ) в стоимости находящихся в обращении корпоративных облигаций (рис. 39). Если в начале становления рынка корпоративных облигаций в январе 2003 г. доля КГУ составляла лишь 22,2%, то к декабрю 2020 г. она повысилась до 71,0%, что наглядно отражало характер эволюции внутреннего фондового рынка как механизма, поддерживающего преимущественно государственные компании и плохо выполняющего одну из ключевых функций рынка по финансированию ускоренного развития частных компаний и бизнеса.

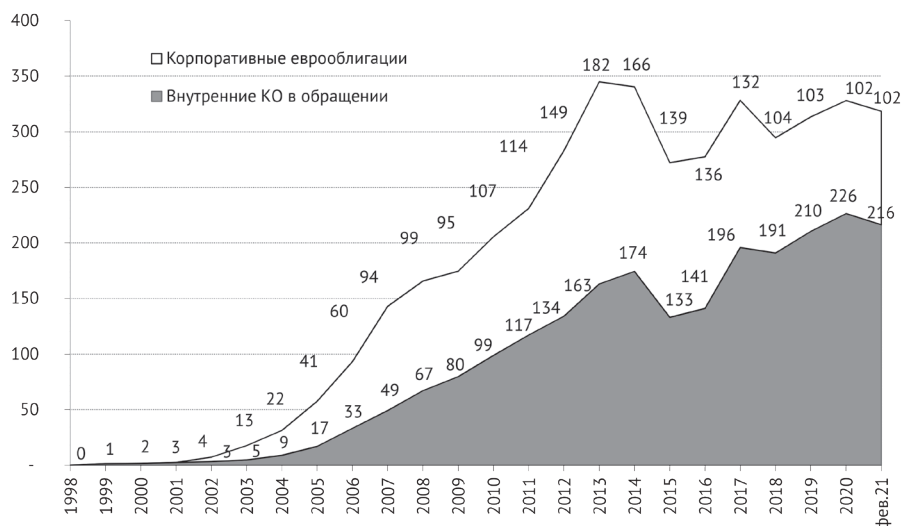


Рис. 40. Объемы КО российских эмитентов в обращении в 1998 – февраль 2021 г., млрд долл.

Источник: расчеты авторов по данным Cbonds и Московской биржи.

Стабильный рост доли КГУ в капитализации корпоративных облигаций показывает, что государственным компаниям проще получать доступ к финансированию со стороны банков и НПФ, среди которых преобладают контролируемые государством структуры.

В 2018–2020 гг., несмотря на санкции, российские компании наращивали размещения на рынке еврооблигаций. Стоимость новых выпусков корпоративных еврооблигаций составила 10,9 млрд долл. в 2018 г., 13,7 млрд долл. – в 2019 г. и 17,1 млрд долл. – в 2020 г.; рост показателя 2020 г. к предшествующему периоду составил 24,8%.

Однако увеличение стоимости выпусков корпоративных еврооблигаций не сопровождалось изменениями стоимости еврооблигаций российских эмитентов в обращении (рис. 40), которая в 2018–2020 гг. находилась на уровне 102–104 млрд долл. Это свидетельствует о том, что новые выпуски валютных долговых инструментов использовались компаниями преимущественно для рефинансирования прежних долгов.

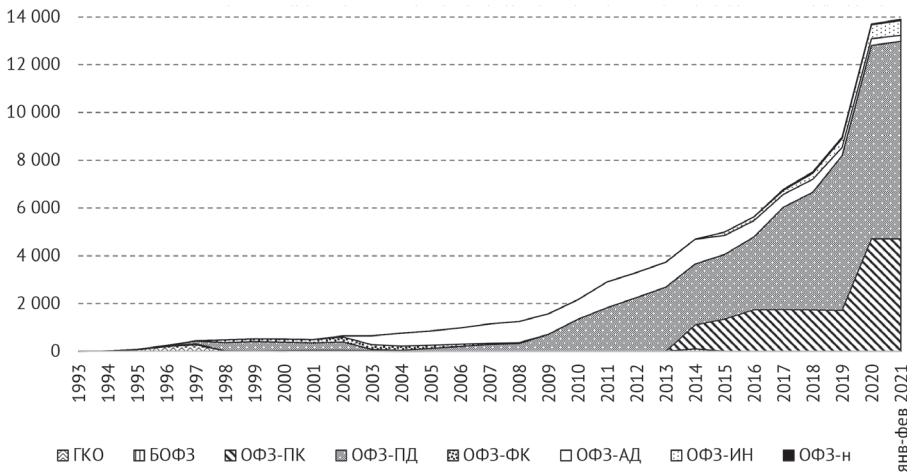
Объем внутреннего долгового рынка российских компаний в 2018–2020 гг. по-прежнему более чем в 2 раза превышал стоимость их задолженности по еврооблигациям. В долларовом выражении стоимость внутренних КО выросла с 210 млрд долл. в 2019 г. до 226 млрд долл. в 2020 г., или на 7,6%, в то время как капитализация корпоративных еврооблигаций снизилась с 103 млрд долл. до 102 млрд долл., или на 1,0%. Однако за первые два месяца 2021 г. стоимость еврооблигаций осталась без изменения, а размер внутренних КО сократился до 216 млрд долл., или на 4,4% к показателю 2020 г.

В целом рост доли внутренних источников финансирования российских компаний в национальной валюте в условиях повышенной волатильности рынка ценных бумаг является позитивной тенденцией, снижающей риски эмитентов и инвесторов в ситуациях возможных шоков на глобальных финансовых рынках, ведущих к резкому оттоку иностранных портфельных инвестиций из развивающихся стран.

### 3.1.9. Рынок государственных облигаций

В 2020 г. на рынке ОФЗ Минфин России привлек рекордную за последние годы сумму чистых заимствований в размере 3,8 трлн руб., что было равно стоимости чистых заимствований вместе за четыре предшествующих года в 2016–2019 гг. Совокупный объем ОФЗ по состоянию на февраль 2021 г. достиг 13,9 трлн руб., по сравнению с 9,0 трлн руб. в 2019 г. показав рост в 1,5 раза (рис. 41).

Резкое увеличение объемов заимствований на внутреннем рынке началось со второй половины 2020 г., что было вызвано потребностью финансирования дефицита бюджета в условиях приостановления действия бюджетного правила, предполагавшего финансирование бюджета за счет продажи на рынке валюты из фонда национального благосостояния. Росту внутреннего



**Примечание.** 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. 41. Объем выпусков ГКО-ОФЗ, находящихся в обращении с 1993 г. по март 2020 г., млрд руб.

Источник: расчеты авторов по данным Минфина России и Cbonds.

рынка государственных ценных бумаг способствовали политика снижения учетной ставки Банка России, наличие избыточной ликвидности в банковской системе и готовность Минфина предложить рыночную премию по размещаемым облигациям.

Основными инвесторами вновь выпускаемых государственных облигаций выступали банки и отчасти небанковские финансовые организации, что вызвало необходимость изменения структуры выпускаемых ОФЗ в пользу ОФЗ с плавающим купоном (ОФЗ-ПК), обеспечивающих банкам больше гибкости в управлении риском ликвидности и процентным риском. В ОФЗ-ПК размер купона привязан к ставке денежного рынка RUONIA, которая во многом привязаны к уровню ключевой ставки Банка России. Ранее данные облигации были популярны среди нерезидентов, но со временем по мере снижения ключевой ставки их привлекательность для иностранных инвесторов снизилась. Общая стоимость выпуска облигаций ОФЗ-ПК выросла с 1,7 трлн руб. в 2019 г. до 4,7 трлн руб. по состоянию на февраль 2021 г.; соответственно их доля в общей стоимости ОФЗ повысилась с 19,1 до 33,9%.

Самым большим сегментом рынка ОФЗ являются ОФЗ-ПД с постоянным купонным доходом. Размеры купонного дохода по ним известны заранее на весь период их обращения, что делает данные облигации привлекательным финансовым инструментом для разных категорий инвесторов, и прежде всего, нерезидентов<sup>1</sup>. Стоимость ОФЗ-ПД выросла с 6,5 трлн руб. в 2019 г. до 8,3 трлн руб. в феврале 2021 г.; однако их доля в общей стоимости ОФЗ за указанный период снизилась с 72,2 до 59,5%.

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, начиная с их «замораживания» в 2014 г., спрос на данный инструмент практически сходит на нет. Стоимость ОФЗ-АД продолжала уменьшаться с 345 млрд руб. в 2019 г. до 253 млрд руб. в феврале 2021 г.; их доля в общей стоимости ОФЗ за 14 месяцев снизилась с 3,8 до 1,8%.

С учетом усиления инфляционных рисков перспективным инструментом рынка государственных ценных бумаг являются ОФЗ-ИН, предусматривающие индексацию их номинальной стоимости в зависимости от уровня инфляции, измеряемой по индексу потребительских цен. Из-за своих защитных свойств они пользуются спросом у внутренних институциональных инвесторов и частных лиц. Стоимость ОФЗ-ИН выросла с 371 млрд руб. в 2019 г. до 627 млрд руб. в феврале 2021 г.; их доля в общей стоимости ОФЗ повысилась с 4,1 до 4,5%.

Самая небольшая доля рынка ОФЗ в размере 0,3% в 2020 г. приходилась на ОФЗ-н, которые часто называют «народными облигациями» из-за того, что они ориентированы на вложения частных лиц и позиционируются Минфином в большей мере как внебиржевой инструмент повышения финансовой

---

1 Lu Y., Yakovlev D. Exploring the Role of Foreign Investors in Russia's Local Currency Government Bond (OFZ) Market. IMF Working Paper, № WP/17/28, February 2017, p. 10.



грамотности населения<sup>1</sup>. 16 июля 2020 г. инвесторам был предложен выпуск ОФЗ-н на сумму 15,0 млрд руб. При продажах через крупные розничные банки ОФЗ-н приходится жестко конкурировать с банковскими облигациями и структурными продуктами, предлагаемыми этими же банками своим клиентам. Кроме того, по оценкам Московской биржи, в 2020 г. доходность ОФЗ-н была ниже доходности обычных ОФЗ<sup>2</sup>. В результате стоимость ОФЗ-н продолжала уменьшаться с 64 млрд руб. в 2019 г. до 43 млрд руб. в феврале 2021 г.; их доля в общей стоимости ОФЗ за 14 месяцев снизилась с 0,7 до 0,3%.

Фактором, снижающим привлекательность ОФЗ для индивидуальных инвесторов, является введение НДС по ставке 13% с суммы купонного дохода по всем облигациям, начиная с 1 января 2021 г. В новых выпусках ОФЗ-н Минфин обещает инвесторам дополнительную премию для компенсации потерь от введения НДС<sup>3</sup>.

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. 42). В 2006 г. стоимость внутреннего и внешнего долга РФ сравнялась и достигла 38 млрд долл.

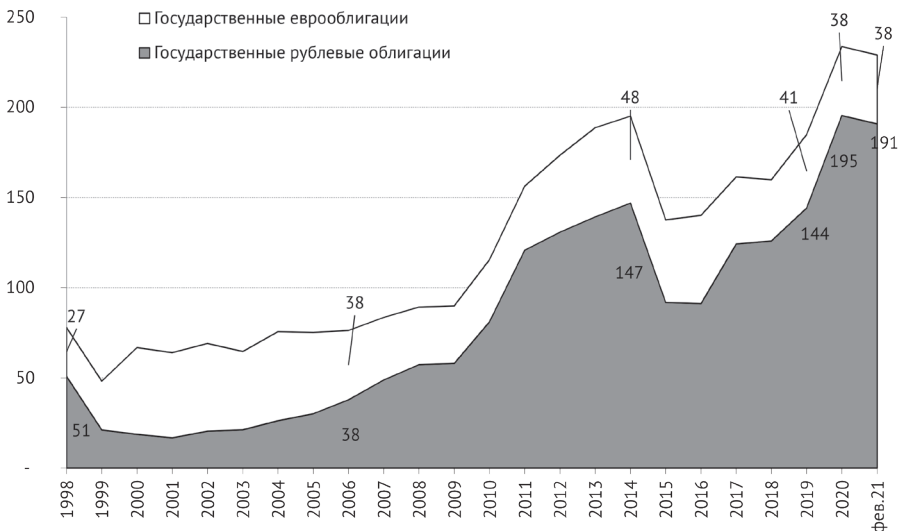


Рис. 42. Объемы государственных внутренних облигаций и еврооблигаций Российской Федерации в обращении, 1998 г. – февраль 2021 г., млрд долл.

Источник: расчеты авторов по данным Cbonds и Московской биржи.

- 1 Бутрин Д., Кассин П. Покупка опыта: Минфин сделал ОФЗ-н частью системы семейного финансового планирования // Коммерсантъ. Деньги. 25 сентября, 2019. № 39.
- 2 URL: <https://place.moex.com/useful/dohodnost-obligatsij?list=vse-pro-obligatsii#a3>
- 3 URL: [https://minfin.gov.ru/ru/performance/public\\_debt/internal/ofz-n/current/?id\\_65=132412-informatsionnoe\\_soobshchenie\\_o\\_nachale\\_razmeshcheniya\\_ofz\\_dlya\\_fizicheskikh lits\\_vypuska\\_\\_53007rmfs](https://minfin.gov.ru/ru/performance/public_debt/internal/ofz-n/current/?id_65=132412-informatsionnoe_soobshchenie_o_nachale_razmeshcheniya_ofz_dlya_fizicheskikh lits_vypuska__53007rmfs)

каждый. После этого стоимость внутренних рублевых облигаций (ОФЗ) росла быстрее внешних заимствований.

В условиях пандемии стоимость находящихся в обращении ОФЗ выросла с 144 млрд долл. до 195 млрд долл., или на 35,4%, в то время как задолженность РФ по еврооблигациям сократилась с 41 млрд долл. до 38 млрд долл., или на 7,3%. В результате доля рублевых инструментов в общей стоимости государственного долга повысилась с 78,0% в 2019 г. до 83,6% в 2020 г., что можно рассматривать в качестве меры по укреплению устойчивости государственных заимствований в условиях повышенной волатильности глобальных финансовых рынков.

Реализации большой программы государственных заимствований на внутреннем финансовом рынке в 2020 г. способствовала благоприятная ситуация с процентными ставками (рис. 43). Сначала острая фаза финансового кризиса привела к резкому росту доходности 10-летних ОФЗ с 6,25% на начало года до 8,57% на 18 марта 2020 г., доходность краткосрочных ОФЗ за данный период выросла с 5,27 до 7,14%. Однако, благодаря снижению ключевой ставки в апреле и июне сразу на 1,75 п.п., доходность 10-летних облигаций сократилась до 5,63%.

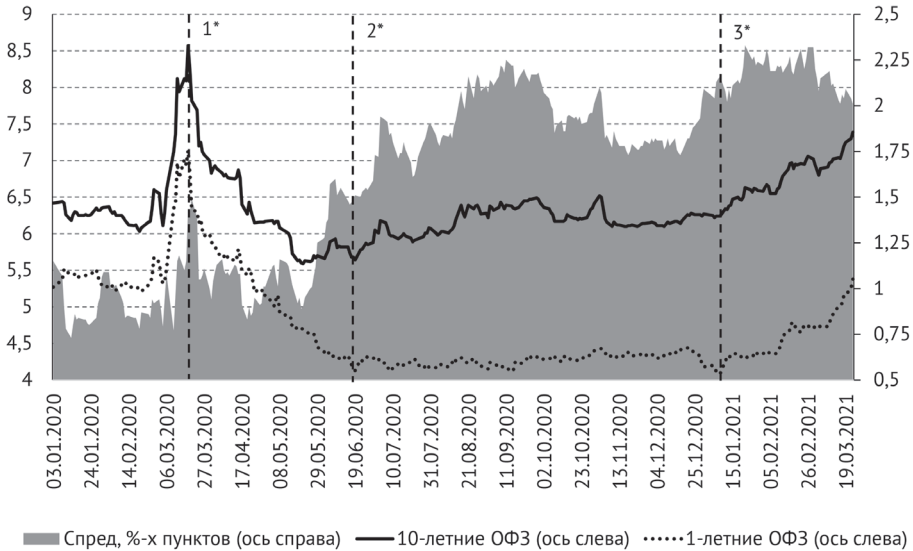
В период реализации программы массовых заимствований во второй половине 2020 г. доходность 10-летних ОФЗ выросла с 5,63 до 6,22% на конец 2020 г., что может рассматриваться как некоторая премия, выплаченная внутренним инвесторам за крупные вложения в ОФЗ. Напротив, доходность краткосрочных государственных бумаг оставалась рекордно низкой (4,08% в конце 2020 г.), а спред 10-летних ОФЗ и однолетних госбумаг в это время расширялся, что говорит о достаточной ликвидности у финансовых организаций, готовых держать излишки денежных средств в краткосрочных ОФЗ под низкую ставку доходности.

В отличие от мер количественного смягчения в США, где в 2020 г. ФРС ежемесячно покупал казначейские обязательства, фактически осуществляя эмиссионное финансирование бюджета, в России дополнительно выпущенные ОФЗ для финансирования дефицита бюджета приобретались банками преимущественно не за счет ресурсов, получаемых от центрального банка в виде рефинансирования, а за счет собственных запасов ликвидности. Для этого банки были вынуждены сократить свои вложения в краткосрочные обязательства Банка России (КОБР).

На рис. 43 также отражена вызывающая тревогу тенденция заметного роста доходности 10-летних ОФЗ с 6,22% в 2020 г. до 7,39% в феврале 2021 г. и краткосрочных ОФЗ с 4,08 до 5,38%. Данная тенденция отражает опасения инвесторов по поводу рисков роста инфляции на глобальных рынках, что может вынудить центральные банки разных стран, включая Россию, начать повышать ключевые процентные ставки<sup>1</sup>.

Открытие в российском центральном депозитарии счетов номинального держателя для иностранных расчетно-клиринговых организаций в феврале 2013 г. привело к притоку иностранных инвестиций на внутренний рынок

<sup>1</sup> 23 марта 2021 г. Банк России повысил ключевую ставку с 4,25% годовых до 4,5%.



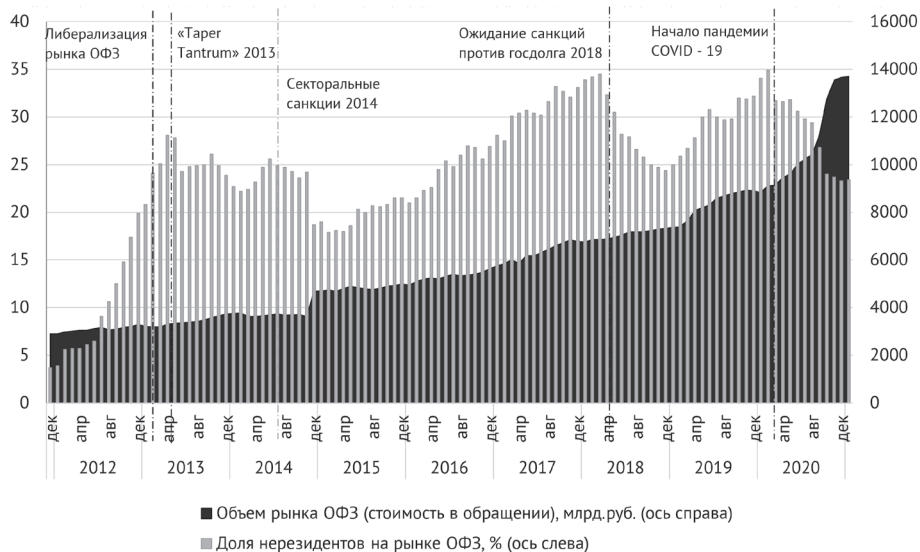
**Примечания.** 1\* – финансовый шок в связи с началом пандемии COVID-19 и шоком ликвидности на глобальных финансовых рынках; 2\* – рост программы государственных заимствований с опорой на внутренних инвесторов; 3\* – рост инфляционных ожиданий участников рынка в мире на фоне новых пакетов стимулирующих мер в США и в России с учетом статистических данных об инфляции, Минфин России приступил к закупке валюты на Московской бирже.

*Рис. 43.* Доходность к погашению одно- и 10-летних ОФЗ в процентах годовых и спред между доходностью 10- и однолетних ОФЗ в процентных пунктах с 3 января 2020 г. по 23 марта 2021 г.

*Источник:* расчеты авторов по данным Банка России и Московской биржи.

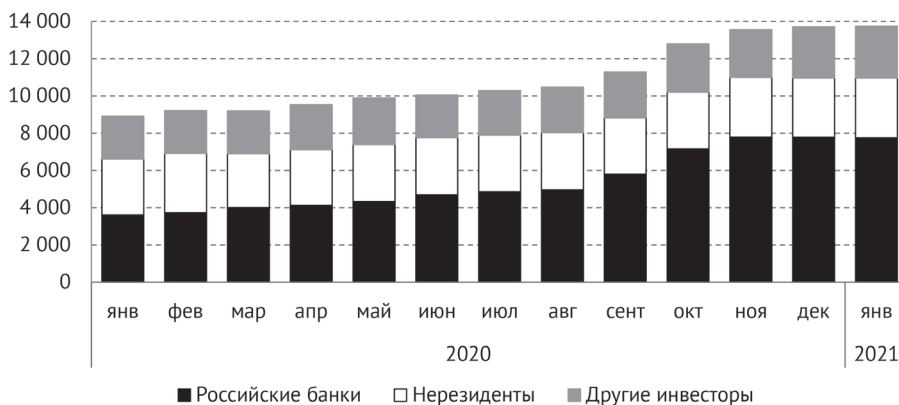
государственного долга. Доля нерезидентов на вторичном рынке ОФЗ выросла с 6,5% в июле 2012 г. до 28,1% в мае 2013 г. (рис. 44)<sup>1</sup>. В дальнейшей нерезидентам в среднем принадлежало около четверти ОФЗ. Однако данный показатель существенно изменялся под воздействием денежных потоков нерезидентов с учетом финансовых и геополитических рисков. Например, на фоне опасений из-за введения санкций к глобальным инвесторам за приобретение российских государственных облигаций в апреле 2018 г. доля нерезидентов в структуре ОФЗ сократилась с 33,1% в 2017 г. до 24,4% в 2018 г. Однако внесение ясности об отсутствии санкций к покупателям ОФЗ при благоприятных условиях для их приобретения в 2019 г. способствовали возвращению на этот сегмент рынка средств иностранных инвесторов, их доля в структуре владельцев ОФЗ в феврале 2020 г. достигла исторического пика в размере 34,9%.

1 По нашему мнению, до либерализации рынка ОФЗ в феврале 2013 г. реальная доля нерезидентов в ОФЗ была выше официальных показателей в размере 6,5%, поскольку до открытия корреспондентских счетов депо Клирстрим и Евроклир в НРД действовавшая в то время система депозитарного учета не учитывала вложения нерезидентов в ОФЗ через разные косвенные схемы.



**Рис. 44.** Доля нерезидентов на рынке ОФЗ с февраля 2012 г. по февраль 2021 г.

Источник: расчеты авторов по данным по Банка России и Cbonds.



**Рис. 45.** Стоимость вложений банков, нерезидентов и иных инвесторов в ОФЗ с января 2020 г. по январь 2021 г.

Источник: расчеты авторов по данным по Банка России и Cbonds.

Во время финансового кризиса, вызванного пандемией, доля нерезидентов в ОФЗ снова резко сократилась с 34,9% в феврале 2020 г. до 23,3% в январе 2021 г. Однако на сей раз это не сопровождалось выводом средств иностранных портфельных инвесторов из ОФЗ, данные средства оставались стабильными. Причина сокращения доли нерезидентов заключалась в резком

увеличении выпусков ОФЗ Минфином и их размещением преимущественно среди внутренних институциональных инвесторов.

Как показано на *рис. 45*, стоимость вложений иностранных инвесторов в ОФЗ выросла с 3,0 трлн руб. в январе 2020 г. до 3,2 трлн руб. в январе 2021 г. При этом вложения банков в ОФЗ выросли более чем в 2 раза – с 3,6 трлн до 7,6 трлн руб. Вложения прочих инвесторов, включая НПФ и страховщиков, за тот же период времени выросли с 2,3 трлн до 2,8 трлн руб., или на 21,7%.

Таким образом, во время кризиса рынок ОФЗ представлял собой один из наиболее динамично растущих сегментов внутреннего финансового рынка, с помощью которого Минфин успешно решал задачи привлечения значительного объема чистого финансирования для пополнения бюджета. Финансирование государственной долга в национальной валюте позволяет повысить его устойчивость от шоков на глобальных финансовых рынках. Однако продолжение столь значительных государственных заимствований на финансовом рынке может ограничивать инвестиционные ресурсы для частного сектора экономики.

#### 3.1.10. Срочный рынок

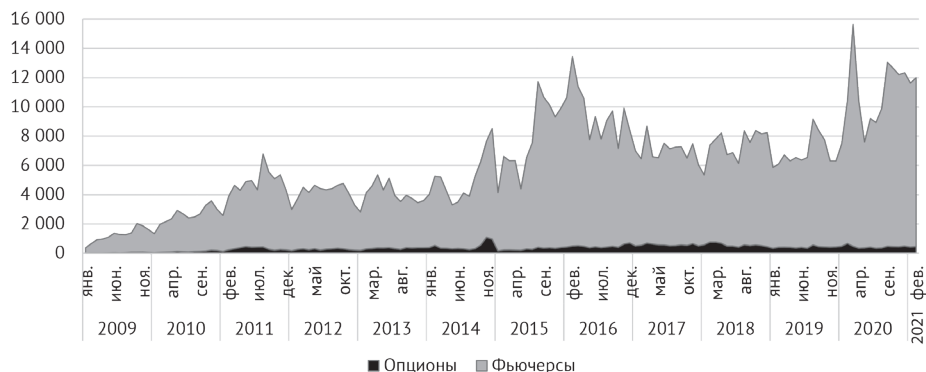
Экономическое значение срочного рынка состоит в повышении прозрачности ценообразования инвестиционных активов, а также в предоставлении участникам рынка возможности хеджирования от резкого изменения цен на активы в будущем.

Высокая волатильность доходности валют, финансовых и товарных активов в 2020 г. ожидаемо способствовала росту срочного рынка на Московской бирже (*рис. 46*). Объемы торгов на фьючерсном рынке выросли с 77,4 трлн руб. в 2019 г. до 124, 5 трлн руб. в 2020 г., или на 60,9%, в то время как за 2019 г. они снизились на 6,1%. Объемы опционных сделок выросли в меньшей степени – с 5,0 трлн руб. в 2019 г. до 5,3 трлн руб. в 2020 г., или на 7,1%; по итогам 2019 г. они сократились на 27,3%.

Наблюдаемое в последние годы отставание развития опционного рынка, вероятно, объясняется низкой активностью на этом рынке иностранных инвесторов и слабостью внутренних институциональных инвесторов. В России крупные банки, оказывающие брокерские услуги основной массе индивидуальных инвесторов, не проводили агрессивного маркетинга по привлечению клиентов на внутренний срочный рынок, в отличие, например, от американского рынка, где в 2020 г. наблюдался стремительный рост опционных сделок, совершаемых физическими лицами.

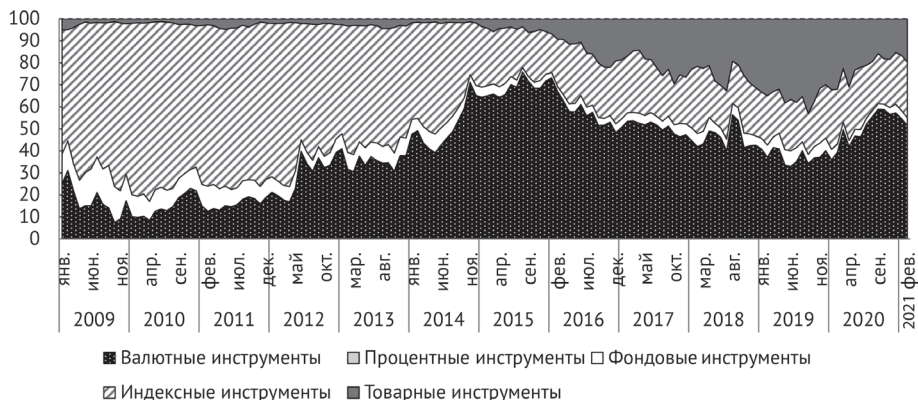
Недостаточный уровень развития внутреннего срочного рынка проявляется также в его более слабой аналитической поддержке со стороны профессионального сообщества, в российских академических журналах и деловых СМИ очень редко встречаются материалы, посвященные анализу ситуации на внутреннем срочном рынке.

В 2020 г. на фьючерсном биржевом рынке не наблюдалось крупных прорывов в части появления новых продуктов. Основную роль на фьючерсном рынке Московской биржи давно играют контракты на валюту, волатильность



*Рис. 46.* Стоимость сделок с фьючерсами и опционами на Московской бирже с января 2009 г. по февраль 2021 г., млрд руб.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.



*Рис. 47.* Структура фьючерсного рынка Московской биржи с января 2009 г. по февраль 2021 г., % по стоимости сделок

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

валют в 2020 г. вызвала опережающий рост именно данного сегмента рынка (*рис. 47*). Объем фьючерсов на валюту вырос с 29,0 трлн руб. в 2019 г. до 63,4 трлн руб. в 2020 г.; соответственно доля валютных сделок в фьючерсном рынке выросла с 40,1% в декабре 2019 г. до 51,6% в феврале 2021 г.

Вторым по значимости сегментом фьючерсного рынка являются фьючерсные контракты на фондовые индексы. Их объем вырос с 16,5 трлн руб. в 2019 г. до 29,8 трлн руб. в 2020 г.; доля индексных фьючерсов выросла с 24,2% в декабре 2019 г. до 25,3% в феврале 2021 г.

Объем торгов товарными фьючерсами (на нефть марки Brent, золото и другие товары) немного сократился с 27,5 трлн руб. в 2019 г. до 27,4 трлн руб. в 2020 г.; доля товарных фьючерсов снизилась с 29,9% в декабре 2019 г. до

19,7% в феврале 2021 г. Меньшая привлекательность данного сегмента срочного рынка для участников, вероятно была связана с тем, что в отличие от валютного рынка данные сделки, как правило, для многих компаний не являются хеджирующими и не связаны с их основной операционной деятельностью. Кроме того, доверие участников рынка к данному сегменту на Московской бирже было подорвано в результате аномальной ситуации с фьючерсными контрактами на нефть марки Light Sweet Crude Oil, когда снижение цены нефти до отрицательного уровня 20 и 21 апреля 2020 г. привело к убыткам индивидуальных инвесторов из-за принудительного закрытия их контрактов, которые по оценкам НАУФОР составили от 1,5–1,7 млрд долл.

Объемы торгов фьючерсами на акции и облигации также сократились с 4,3 трлн руб. в 2019 г. до 4,0 трлн руб. в 2020 г.; их доля в общем объеме фьючерсного рынка снизилась с 5,8% в декабре 2019 г. до 3,4% в феврале 2021 г. Низкий потенциал данного сегмента срочного рынка связан с низкой ликвидностью большинства выпусков базисных активов.

По-прежнему несколько лет остается провальной ситуация с востребованностью фьючерсов и опционов на процентные ставки. На данных сегментах рынка объемы сделок практически равны 0, притом что в условиях волатильного финансового рынка и нарастания инфляционных рисков процентные ставки оказывают все большее влияние на финансовые решения организаций и частных лиц. Основные сложности на пути их развития связаны с отсутствием надежных индикаторов процентных ставок межбанковского рынка, а также крупных инвесторов, готовых принимать на себя риски изменения процентных ставок. Несмотря на то что многие финансовые организации и нефинансовые компании испытывают значительные потребности в хеджировании своих контрактов на случай роста процентных ставок участников рынка, готовых покупать данные риски, практически нет на рынке.

Оptionный рынок, вероятно в меньшей степени использовался для хеджирования инвестиционных активов, что предопределило относительно

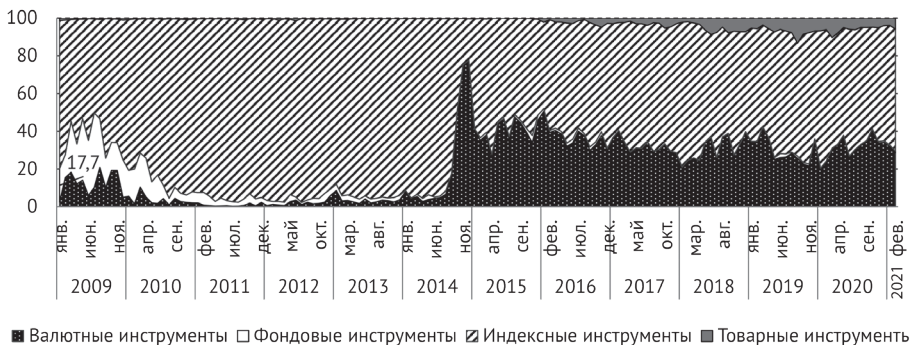


Рис. 48. Структура рынка опционов Московской биржи с января 2009 г. по февраль 2021 г., % по стоимости сделок

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

умеренный размер его ликвидности на бирже. Наиболее активным сегментом опционного рынка являются контракты на индексные инструменты. Их объемы выросли с 3,1 трлн руб. в 2019 г. до 3,3 трлн руб. в 2020 г.; их доля в общем объеме опционов увеличилась с 57,2% в декабре 2019 г. до 64,8% в феврале 2021 г. (рис. 48).

Объемы опционов на валютные инструменты выросли с 1,5 трлн руб. в 2019 г. до 1,7 трлн руб. в 2020 г.; их доля в общем объеме опционных сделок снизилась с 34,7% в декабре 2019 г. до 28,6% в феврале 2021 г.

Остальные сегменты опционного рынка являются очень мелкими. Опционы на товарные инструменты сократились с 0,4 трлн руб. в 2019 г. до 0,3 трлн руб. в 2020 г.; их доля в общем объеме опционного рынка снизилась с 6,9% в декабре 2019 г. до 5,8% в феврале 2021 г. Стоимость опционов на фондовые инструменты является незначимой и мало влияет на общие показатели деятельности.

Вероятно, срочный рынок Московской биржи нуждается в каком-то новом административном импульсе для его более активного развития как с точки зрения привлечения новых инвесторов, так и стимулирования финансовых посредников, которые могут повысить ликвидность данного сегмента рынка, особенно в часть производных инструментов на фондовые активы и процентные ставки.

### 3.1.11. Финансовые посредники и биржа

В 2020 г. и начале 2021 г. продолжился процесс сокращения количества профессиональных участников рынка ценных бумаг (ПУРЦБ) и числа лицензий на разные виды профессиональной деятельности (рис. 49). Количество лицензий на право осуществления брокерской деятельности уменьшилось с 290 в 2019 г. до 261 в феврале 2021 г., или на 10%; дилерской деятельности – с 319 до 291, или на 8,8%; деятельности по доверительному управлению – с 201 до 185, или на 8,0%.

Сокращение числа лицензий ПУРЦБ на долгосрочном временном горизонте началось с кризиса 2008 г., отражая общий тренд на торможение российской экономики и снижение в ней роли фондового рынка. Создание финансового мегарегулятора в сентябре 2013 г. немного ускорило этот процесс за счет повышения административных издержек участников рынка. Основным мотивом аннулирования лицензий на профессиональную деятельность остается заявление самих лицензиатов о выходе из бизнеса.

Более серьезной проблемой является не аннулирование лицензий, а резкое сокращение количества новых профучастников, приход которых призван поддерживать конкуренцию. Существенное замедление прихода новых игроков произошло с 2012 г. Число новых выданных лицензий ПУРЦБ в 2019 г., в 2020 г. и в январе-феврале 2021 г. составляло 12, 10 и 1.

Концентрация деятельности финансовых посредников является разумной стратегией повышения эффективности их бизнеса, в той или иной мере она происходит во многих странах. Однако особенностью внутреннего рынка финансовых услуг является наличие административных барьеров



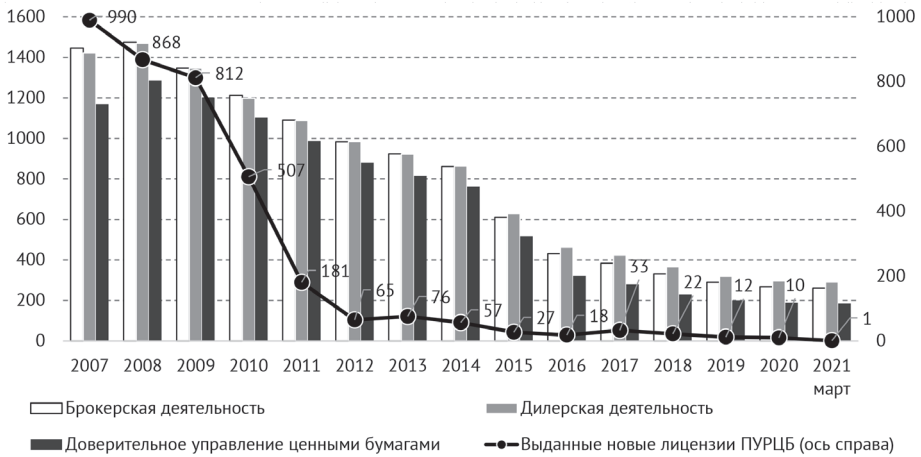


Рис. 49. Число лицензий на осуществление брокерской и дилерской деятельности, деятельности по доверительному управлению ценными бумагами (ось слева) и число количество выданных лицензий профессиональных участников рынка ценных бумаг (ось справа) с 2007 г. по март 2021 г.

Источник: расчеты авторов по данным НАУФОР и реестров Банка России.

для реализации независимых финтех-проектов, доминирование нескольких крупных розничных банков, прежде всего государственных, а также активная деятельность Банка России, который нередко реализует собственные проекты, конкурирующие с частным бизнесом. Сталкиваясь с проблемами нарушений прав инвесторов и низкой эффективности частного финансового бизнеса, Банк России не концентрируется на создании «правил игры», позволяющих решать ту или иную проблему, и их правоприменении, а создает свои собственные сервисы, направленные на решение данных проблем. В области финтеха не приняты требования об обязательности для крупных финансовых структур стандарта «openbanking» и открытых API адресов, аналогичных Второй платежной директиве Европейского Союза 2015 г. (PSD2).

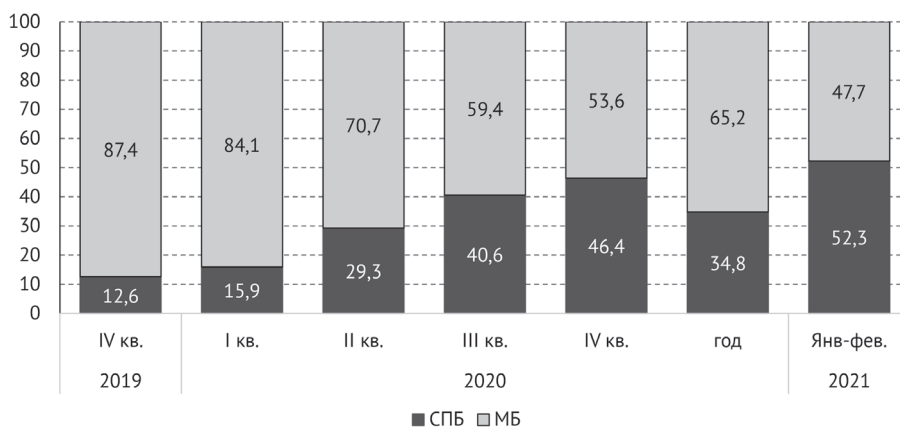
При относительно либеральном валютном законодательстве и регулировании деятельности глобальных финансовых структур на внутреннем финансовом рынке, Россия остается страной ограниченной для иностранных прямых инвестиций в финансово-банковскую деятельность из-за геополитических рисков, медленного и непоследовательного развития системы внутренних сбережений и неблагоприятного инвестиционного климата.

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

продуктов<sup>1</sup>; более полная ориентация значимых инфраструктурных проектов развития на потребности финансовых посредников и их клиентов<sup>2</sup>.

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 принесло неоднозначные последствия. Прежде всего, исчезла конкуренция между биржами, которая ранее служила мощным стимулом развития биржевой деятельности в интересах внутренних инвесторов и финансовых посредников, в определенной мере замедлилось развитие биржевого рынка акций и срочного рынка.

В 2020 г. ускоренное развитие Санкт-Петербургской биржи (СПБ), выступающей организатором торгов с акциями иностранных эмитентов, позволило восстановить биржевую конкуренцию на рынке акций. Как показано на рис. 50 доля СПБ на внутреннем спот-рынке акций российских и иностранных эмитентов выросла с 12,6% в IV квартале 2019 г. До 46,4% в IV квартале 2020 г. и 52,3% в январе-феврале 2021 г. Таким образом, в начале 2021 г. СПБ впервые опередила Московскую биржу на биржевом рынке акций<sup>3</sup>.



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

*Рис. 50.* Доли Московской биржи (МБ) и Санкт-Петербургской биржи (СПБ) в общем объеме биржевых сделок с акциями, %

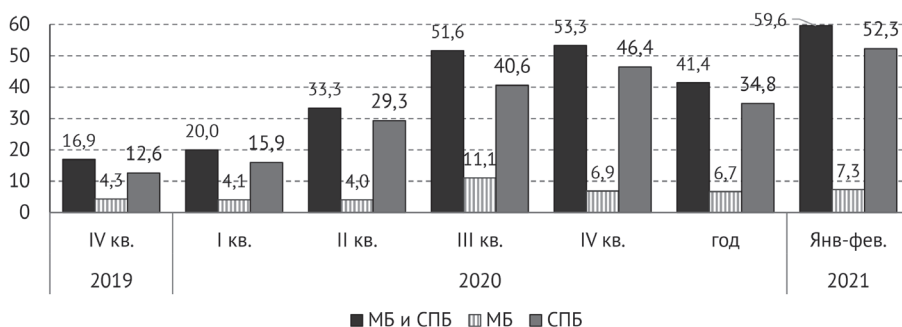
*Источник:* расчеты авторов по данным Московской и Санкт-Петербургской бирж.

- 1 Данные стандарты подразумевают ограничения на конфликт интересов у финансовых посредников при продажах финансовых продуктов клиентам.
- 2 О развитии инвестиционных платформ и финтехе см. *Абрамов А.* Застолбить платформу // Эксперт, № 44, 28 октября – 3 ноября, 2019. С. 64–68.
- 3 С 2020 г. Московская биржа начала также включать в листинг акции иностранных эмитентов, в свою очередь СПБ объявила о намерениях включить в свой листинг акции российских ПАО.

Конкуренция между биржами, развернувшаяся на рынке акций иностранных компаний, привела к переключению инвестиционного спроса, прежде всего, индивидуальных инвесторов на них по сравнению с акциями внутренних ПАО. Как показано на *рис. 51*, доля акций иностранных компаний в общем объеме биржевых торгов акциями на двух российских биржах, выросла с 16,9% в IV квартале 2019 г. до 53,6% в IV квартале 2020 г. и 59,6% в январе-феврале 2021 г. Основная торговая активность с акциями иностранных компаний концентрируется на СПб.

Широкая доступность акций иностранных эмитентов для внутренних индивидуальных инвесторов позволяет улучшить диверсификацию их портфелей, защищать их накопления от рисков ослабления рубля. Локализация услуг в качестве организатора торговли и брокерских услуг с иностранными финансовыми инструментами повышает конкурентоспособность российских финансовых посредников. Однако данный процесс создает и риски перенесения на внутренний рынок избыточной волатильности глобальных финансовых рынков. Ограничивать данные риски важно не запретительными мерами, а за счет ускорения темпов развития рынка акций российских эмитентов, а также увеличения доли в биржевых торгах биржевых инвестиционных фондов (ETFs), позволяющих приобретать на биржах доли в диверсифицированных портфелях ценных бумаг.

В 2020 г. Московская биржа пыталась реализовать свои преимущества на рынке в качестве универсального организатора торгов разных инвестиционно-финансовых активов. Ей удалось преодолеть тенденцию спада совокупных объемов биржевой активности, наблюдавшегося в 2018–2019 гг. (*рис. 52*). Совокупные объемы биржевых торгов выросли с 798 трлн руб. в 2019 г. до 947 трлн руб. в 2020-м, или на 18,7%.



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

*Рис. 51.* Доля акций иностранных компаний в общей стоимости биржевых торгов акциями на Московской бирже (МБ) и Санкт-Петербургской бирже (СПб), %

*Источник:* расчеты авторов по данным Московской и Санкт-Петербургской бирж.

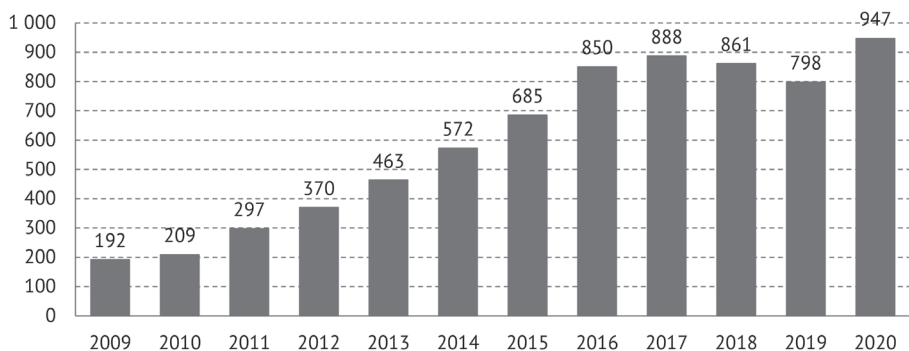


Рис. 52. Общие объемы торгов всеми инструментами на Московской бирже с 2009 г. по 2020 г., трлн руб.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

Одним из преимуществ Московской биржи перед глобальными конкурентами является диверсификация обслуживаемых ею сегментов рынка. Однако подобная бизнес-модель биржи создает и дополнительные риски, заключающиеся в снижении рыночных стимулов в развитии менее маржинальных сегментов деятельности. В настоящее время это проявляется в снижении значимости фондового и срочного рынка в общих объемах биржевых оборотов. Как показано в табл. 9, начиная с 2010 г. по 2018 г. доля фондового рынка в общем объеме биржевых сделок снизилась с 13,2 до 4,4%, затем она стала медленно повышаться, но восстановиться до прежнего уровня не смогла. за прошедшие 14 месяцев данный показатель повысился с 5,1% в 2019 г. до 5,5% в январе-феврале 2021 г.

Доля срочного рынка росла быстрее. В январе-феврале 2021 г. она составила 17,4%, приблизившись к максимальному показателю за последнее 10 лет в размере 19,1%, зафиксированному в 2011 г. При этом основным драйвером роста данного сегмента в 2020 г. и начале 2021 г. были срочные сделки с валютами.

Таблица 9

**Структура рынка Московской биржи с 2010 г. по февраль 2021 г., %**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021, февраль
<b>Фондовый рынок</b>	13,2	10,3	6,5	5,2	3,6	3,0	2,8	4,0	4,7	5,1	5,8	5,5
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	3,3
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
Вторичные торги	3,4	2,9	2,8	2,7	1,5	1,2	1,1	1,2	1,2	1,3	1,2	0,9
Рынок размещений	1,8	0,8	0,6	0,6	0,3	0,4	0,6	1,7	2,3	2,2	2,1	1,3

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021, февраль
<b>Валютно-денежный рынок</b>	<b>72,0</b>	<b>70,6</b>	<b>80,0</b>	<b>84,3</b>	<b>85,6</b>	<b>83,3</b>	<b>83,6</b>	<b>86,5</b>	<b>84,8</b>	<b>84,5</b>	<b>80,5</b>	<b>77,0</b>
в том числе:												
Денежный рынок	33,9	41,3	48,3	50,7	45,7	38,0	44,8	47,3	44,3	45,9	45,7	42,6
Операции РЕПО	31,5	38,3	45,8	44,8	32,0	26,4	34,8	38,3	36,0	36,7	40,0	37,1
Кредитный рынок	2,4	3,1	2,5	2,8	3,7	4,8	4,4	4,2	6,3	6,7	5,0	4,5
Валютный рынок	38,1	29,3	31,6	33,7	39,9	45,4	38,8	39,2	40,5	38,6	34,7	34,4
Сделки спот	18,0	15,8	16,6	12,4	13,6	15,1	12,6	8,8	10,1	8,4	10,2	11,5
Сделки своп	20,1	13,4	15,0	21,3	26,3	30,3	26,2	30,3	30,4	30,2	24,5	23,0
<b>Срочный рынок</b>	<b>14,8</b>	<b>19,1</b>	<b>13,5</b>	<b>10,5</b>	<b>10,7</b>	<b>13,7</b>	<b>13,6</b>	<b>9,5</b>	<b>10,4</b>	<b>10,3</b>	<b>13,7</b>	<b>17,4</b>
<b>ПФИ</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0003</b>	<b>0,0002</b>	<b>0,001</b>	<b>0,002</b>	<b>0,01</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
<b>Товарный рынок</b>	<b>0,001</b>	<b>0,003</b>	<b>0,006</b>	<b>0,005</b>	<b>0,003</b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>
<b>ВСЕГО</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

### 3.1.12. Инвесторы

#### *Частные инвесторы*

Главным событием финансового рынка в 2019–2020 гг. стал приход на него массового индивидуального инвестора. Общее количество брокерских счетов зарегистрированных инвесторов на Московской бирже выросло в 5,2 раза, с 2,0 млн в 2018 г. до 10,3 млн в феврале 2021 г. (рис. 53). Число счетов активных клиентов, совершавших не менее одной сделки в месяц, за те же периоды времени увеличилось с 190 тыс. до 1619 тыс., или в 8,5 раза. Заметно выросло также число пайщиков рыночных паевых инвестиционных фондов: с 467 тыс. в 2018 г. до 848 тыс. в 2020 г., или в 1,8 раза.

Основными драйверами притока на фондовый рынок миллионов новых индивидуальных инвесторов были: долговременное снижение ключевой ставки Банком России, снизившее привлекательность банковских депозитов; новые технологии, упростившие доступ инвесторов к сделкам с рискованными активами (инвестиционные платформы Тинькофф банка, Сбера, ВТБ и иных крупных финансовых организаций, сервисы СПБ и др.); агрессивный маркетинг брокерских услуг крупных розничных банков; наличие у части граждан дополнительного свободного времени в условиях пандемии; рост сбережений домашних хозяйств в условиях экономической неопределенности.

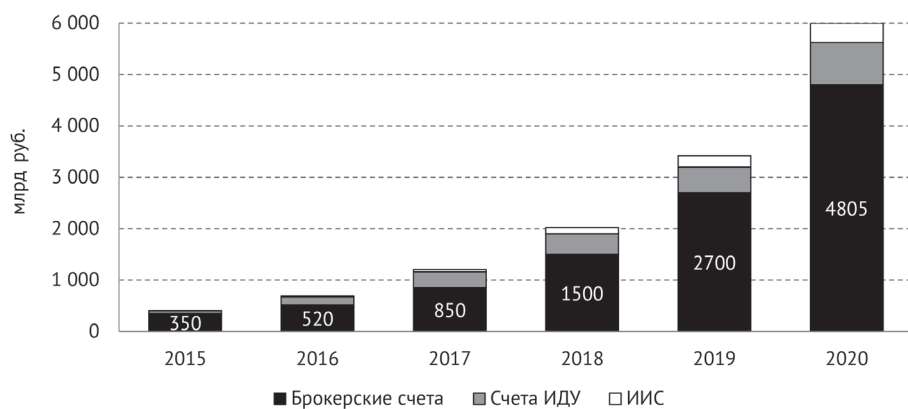
В 2020 г. на брокерских счетах и счетах доверительного управления частных лиц, по оценкам НАУФОР, находилось около 6 трлн руб., в том числе: 4,8 трлн руб. на обычных брокерских счетах, 0,8 трлн руб. на счетах доверительного управления и 0,4 трлн руб. на индивидуальных инвестиционных счетах (ИИС) граждан (рис. 54). По сравнению с 2018 г. объем средств



\* Данные о числе рыночных пащиков ПИФов в январе-феврале 2021 г. отсутствуют.

*Рис. 53.* Число рыночных розничных клиентов и брокеров

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Эксперта РА.



*Рис. 54.* Стоимость активов на счетах индивидуальных инвесторов в 2015–2020 гг.

Источник: по данным НАУФОР.

индивидуальных инвесторов у брокеров и доверительных управляющих (без учета коллективных инвестиций) вырос в 3,0 раза.

В 2020 г. объем клиентских активов у брокеров и доверительных управляющих в размере 6,0 трлн руб. хотя и уступал стоимости депозитов населения в банках в сумме 63,6 трлн руб., но был сопоставим с такими формами сбережений как суммарная стоимость пенсионных накоплений и резервов в размере 6,3 трлн руб.; резервы страховых организаций – 2,4 трлн руб.; а также

общая стоимость вложений в акции российских компаний глобальных портфельных инвесторов в сумме 4,8 трлн руб.<sup>1</sup>

Распределение данных средств на счетах индивидуальных лиц является крайне неравномерным; согласно оценкам НАУФОР, на середину 2020 г. было «зафондировано» (т.е. были наполнены активами) лишь 36% брокерских счетов.

Резкое обострение конкуренции между крупнейшими розничными банками на рынке брокерских услуг за привлечение массового клиента началось с мая 2018 г., когда на данный сегмент рынка в качестве самостоятельного игрока вышел Тинькофф банк (рис. 55). Другие банки-конкуренты (Сбербанк, ВТБ, Открытие) оперативно перенимали новые технологии привлечения клиентов на фондовом рынке, что еще больше подстегнуло рост клиентской базы брокеров. Причиной данного явления лежало стремление банков в условиях снижения ключевой ставки компенсировать потери доходов продажам клиентам высокомаржинальных продуктов, таких как классические банковские облигации, структурные и страховые продукты, паевые инвестиционные фонды и другие.

По состоянию на февраль 2021 г. 58,4% зарегистрированных брокерских счетов приходилось на три крупнейших банка – Тинькофф банк, Сбер и ВТБ. Их доля в общем количестве счетов составила 58,4%, в том числе 25,6%

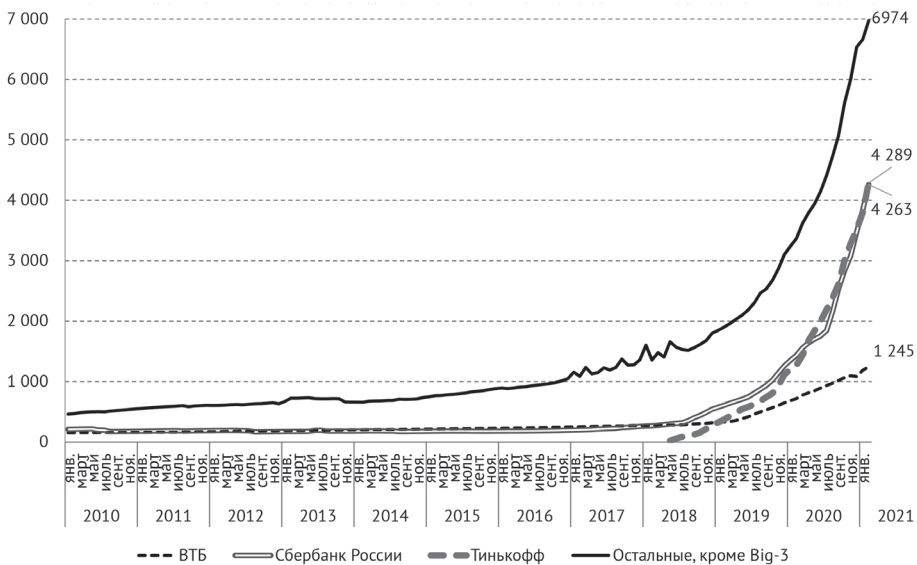
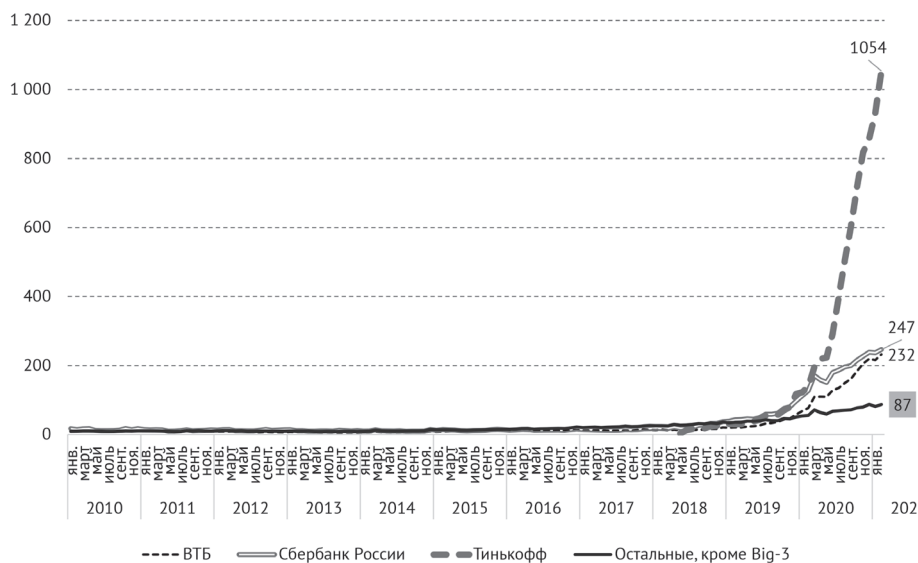


Рис. 55. Число зарегистрированных (не уникальных) брокерских счетов клиентов на Мосбирже у топ-3 брокеров, тыс. счетов

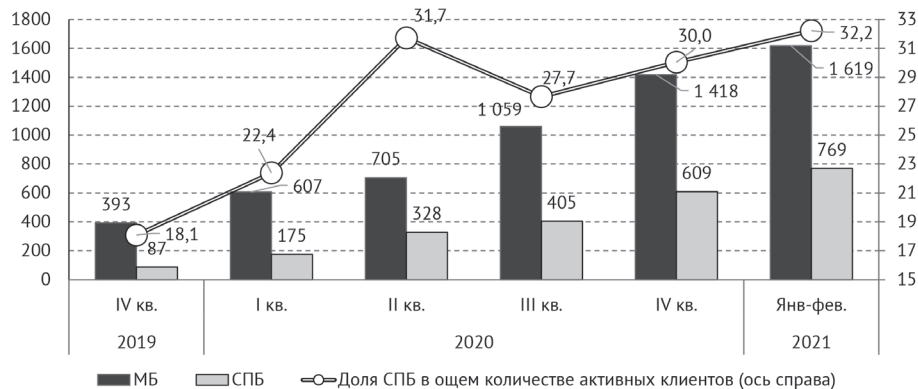
Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

1 Оценка портфелей глобальных фондов в акциях российских компаний оценена авторами на основе данных Thomson ONE и курса рубля на конец 2020 г.



**Рис. 56.** Число зарегистрированных активных брокерских счетов клиентов на Мосбирже у топ-3 брокеров, тыс. счетов

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.



**Рис. 57.** Число активных брокерских счетов клиентов на Мосбирже (МБ) и на Санкт-Петербургской бирже (СПБ) ( тыс., ось слева) и доля активных счетов на СПБ в их общем количестве на российских биржах (% ось справа)

Источник: расчеты авторов по данным Московской и Санкт-Петербургской бирж.

приходилось на лидера – Тинькофф банк. Количество обслуживаемых брокерских счетов у этого банка выросло с 286 тыс. в 2018 г. до 3 млн в феврале 2021 г., или в 15,0 раз.



Еще более концентрированным является бизнес по обслуживанию брокерских счетов активных клиентов (рис. 56). Здесь на Тинькофф банк, Сбер и ВТБ приходится 94,6% общего числа счетов, в том числе 65,1% на лидера – Тинькофф банк. Количество обслуживаемых активных брокерских счетов у этого банка выросло с 33 тыс. в 2018 г. до 1,1 млн в феврале 2021 г., или в 31,9 раз.

Рост конкуренции между Московской и Санкт-Петербургской биржами привел к увеличению активных клиентов на СПб. Количество активных клиентов брокеров на СПб выросло с 87 тыс. в 2019 г. до 769 тыс. в феврале 2021 г., или в 8,8 раз (рис. 57). Доля Санкт-Петербургской биржи в общем числе активных клиентов брокеров на двух биржах выросла с 18,1% в 2019 г. до 32,2% в феврале 2021 г.

Самым примечательным событием в сфере частных сбережений за последние 6 лет стало введение индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС) с льготами по НДФЛ и отсутствием серьезных ограничений по направлению инвестирования средств с данных счетов. По данным Московской биржи число брокерских ИИС по состоянию на февраль 2021 г. достигло 3,7 млн (рис. 58). Основную роль в росте количества брокерских ИИС играли банки, осуществляющие брокерскую деятельность. С декабря 2018 г. по февраль 2021 г. их доля в общем количестве указанных счетов выросла с 73,9 до 89,5%, в то же время доля брокеров – небанковских финансовых организаций сократилась с 26,1 до 10,5%.

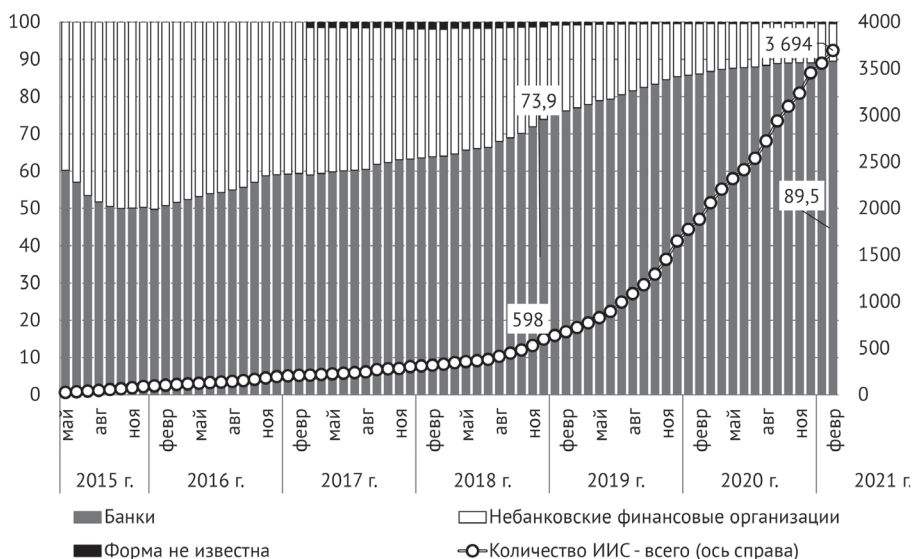
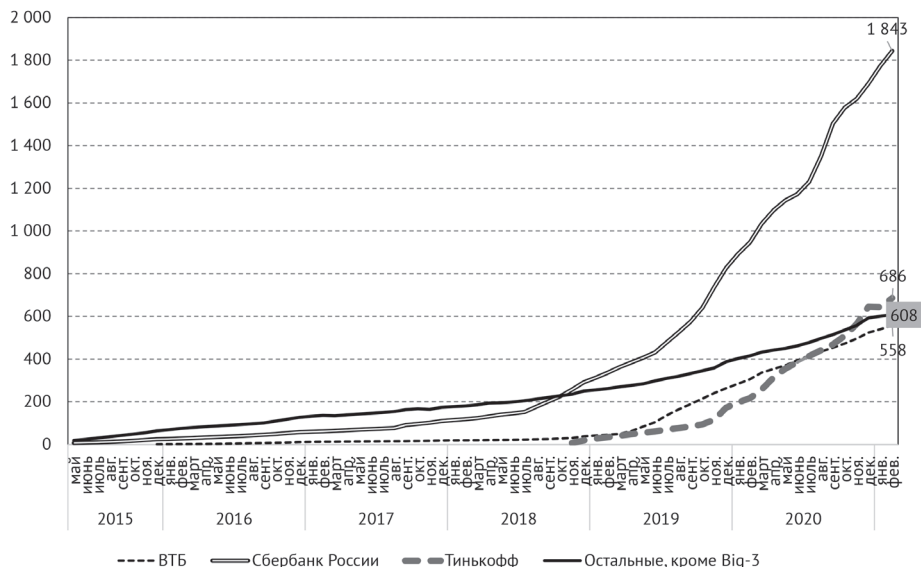


Рис. 58. Общее число брокерских индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС) с мая 2015 г. по февраль 2021., тыс. счетов

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.



*Рис. 59. Число брокерских ИИС у топ-3 брокеров, тыс. счетов*

*Источник:* расчеты авторов по данным Московской биржи.

В бизнесе по открытию и обслуживанию ИИС на Тинькофф банк, Сбер и ВТБ приходится 83,5% общего числа счетов, в том числе 65,1% на беспспорного лидера в данной сфере – Сбербанк (*рис. 59*). Количество обслуживаемых ИИС счетов у Сбера выросло с 291 тыс. в 2018 г. до 1,8 млн в феврале 2021 г., или в 6,3 раза.

По данным НАУФОР<sup>1</sup>, в 2020 г. на счетах ИИС, включая брокерские счета и счета доверительного управления, находилось около 375 млрд руб. накоплений индивидуальных инвесторов, по сравнению с 2018 г. их стоимость выросла в 3,1 раза. По оценкам Банка России, средний размер ИИС в рамках брокерского обслуживания в 2020 г. составил 88 тыс. руб. (годом ранее – 92 тыс. руб.), а в рамках доверительного управления – 263 тыс. руб. (годом ранее 301 тыс. руб.)<sup>2</sup>.

По данным опроса НАУФОР, в 2020 г. 28,0% активов на брокерских ИИС их владельцы держали в акциях российских ПАО; 21,2% – в инструментах денежного рынка, 19,0% – в рублевых корпоративных облигациях, включая структурные и банковские облигации; 13,7% – в иностранных акциях; 6,8% – в ОФЗ; 6,2% – в ETFs и биржевых ПИФах; 1,5% – в ПИФах и 3,6% – в иных активах.

1 НАУФОР. Ежегодное исследование активности граждан на фондовом рынке. 24 февраля, 2021.

2 Банк России. Обзор ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг. 2020 год. Информационно-аналитический материал. № 4, 2021.

На ИИС в виде счетов доверительного управления активы были распределены следующим образом: 37,0% – в индексных биржевых ПИФах и ETFs; 25,4% – в паках ПИФов; 16,1% – корпоративных облигаций, включая банковские облигации; 7,0% – в ОФЗ; 6,0% – в денежных средствах; 1,4% – иностранные акции и 7,1% – в иных активах, т.е. по сравнению с брокерскими ИИС данные счета в большей мере ориентировались на коллективные инвестиции.

В 2020 г. по сравнению с предшествующем годом распределение портфеля на брокерских ИИС резко изменилось. С 4,0% в 2019 г. до 13,3% выросли вложения в акции иностранных компаний; практически с нулевого уровня до 17,1% – вложения в облигации в иностранной валюте, прежде всего, еврооблигации. При этом с 30,0 до 18,3% сократились вложения в акции российских ПАО; с 12,0 до 3,9% вложения в ОФЗ и с 11,0 до 4,9% вложения в рублевые корпоративные облигации.

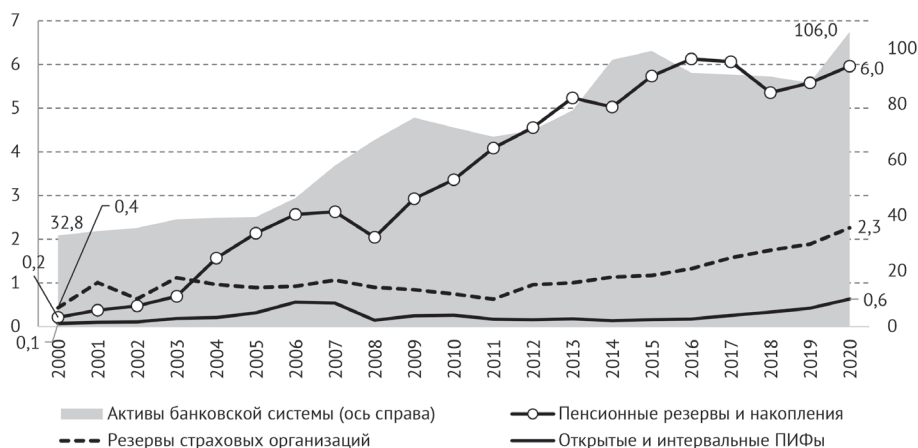
Заметные изменения в 2020 г. по сравнению с прошлым годом произошли и в распределении портфеля на ИИС в форме счетов доверительного управления. С 10 до 37% выросла доля вложений в биржевые ПИФы и ETFs; с 10,0 до 16,1% увеличились вложения в рублевые корпоративные облигации. При этом с 51,0 до 25,4% сократились вложения в паи ПИФов и с 10,0 до 7,0 уменьшились вложения в ОФЗ.

Таким образом, несмотря на то, что действующие ИИС пока не стали инструментами долгосрочных частных сбережений и активы на них существенно меньше, чем на классических брокерских счетах и счетах доверительного управления, владельцы ИИС проявляли больше внимания к инструментам, позволяющим лучше диверсифицировать свой портфель и защитить его от рисков нестабильности рубля. Рост ИИС также вызывает повышенный спрос на эффективные продукты коллективных инвестиций, прежде всего индексные ETFs и биржевые ПИФы.

### ***Внутренние институциональные инвесторы***

Приход индивидуальных инвесторов на внутренний рынок отчасти позволил компенсировать отток средств иностранных инвесторов. Однако в сфере внутренних коллективных инвестиций в 2019–2020 гг. подобных прорывов не произошло. Рост пенсионных накоплений у ПНФ и управляющих компаний сдерживался из-за «заморожки» системы обязательных пенсионных накоплений с 2014 г. Альтернативные решения в сфере корпоративных и индивидуальных планов пока не приняты. В паевых инвестиционных фондах из-за низких ставок депозитов и высокой волатильности рынка акций наблюдался стабильный приток средств инвесторов, однако рост данного сектора сдерживался из-за высоких издержек инвесторов, устаревшей системы дистрибуции паев и недостаточного уровня прозрачности информации о деятельности фондов.

К наиболее позитивным событиям в сфере коллективных инвестиций в 2020 г. можно отнести быстрый рост биржевых ПИФов, сочетающих в себе преимущества низких издержек и потенциала продаж их паев на биржах.



**Рис. 60.** Доля активов банков (%), пенсионных резервов и накоплений, резервов страховых организаций и стоимости чистых активов открытых и интервальных ПИФов (%), ось слева) в ВВП в России в 2000–2020 гг.

Источник: расчеты авторов по данным Банка России, ПФР и Росстата.

Стоимость активов биржевых ПИФов и ETFs выросла с 39 млрд руб. в 2019 г. до 146 млрд руб. в 2020 г., или в 3,7 раза.

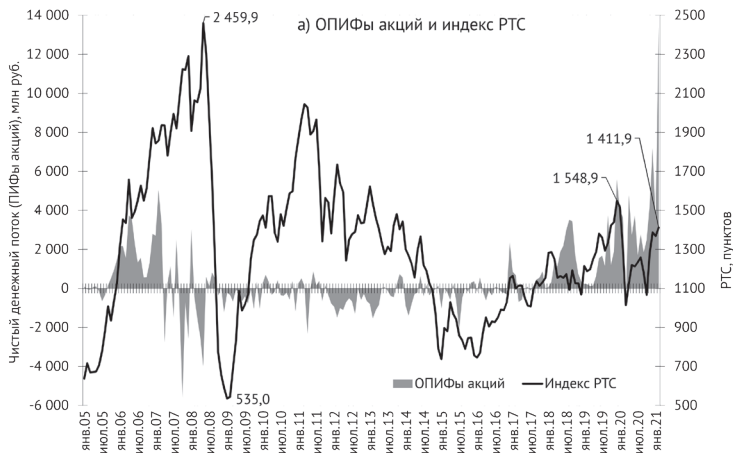
Доля банковских активов в ВВП выросла с 87,8% в 2019 г. до 106,0% в 2020 г. (рис. 60), что во многом было обусловлено ростом стоимости финансовых инструментов, принадлежащих банкам и увеличением банковского кредитования в условиях снижающейся ключевой ставки. Помимо депозитов банки активно использовали другие инструменты фондирования, включая выпуск облигаций.

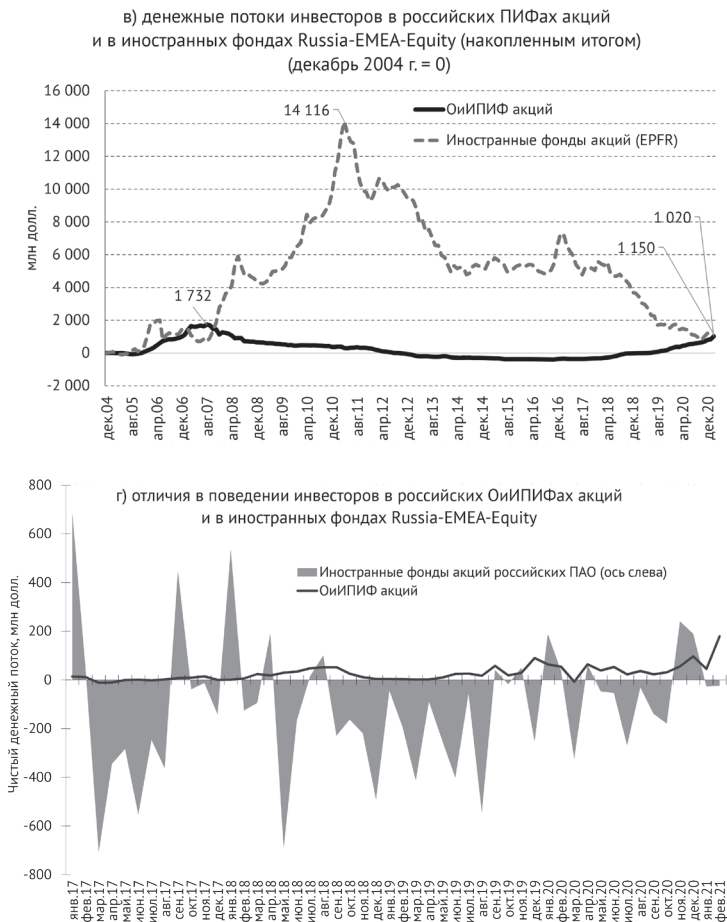
Доля пенсионных накоплений и резервов ВВП выросла с 5,6% в 2019 г. до 6,0% в 2020 г. Доля стоимости чистых активов открытых и интервальных ПИФов в ВВП повысилась с 0,4 до 0,6%, с 1,9 до 2,3% выросла доля резервов страховых организаций в ВВП.

Несколько важных и интересных тенденций в развитии ОПИФов позволяет продемонстрировать рис. 60. Как показано на рис. 61а, поведение индивидуальных инвесторов в ПИФы акций, как правило, носило проциклический характер: падение индекса РТС вызывало распродажи паев данных фондов, при росте индекса в фонды приходят новые средства инвесторов. Несмотря на отрицательную доходность в 2020 г. индекса РТС в размере -10,4%, чистый приток средств инвесторов в ПИФы акций в этом году составил 38,4 млрд руб. по сравнению с 18,0 млрд руб. в 2019 г. Данное поведение инвесторов соответствует одному из распространенных в поведенческих финансах предположений о том, что инвесторы, как правило, более охотно вкладывают новые средства при росте рынка, но более сдержано их выводят при падении фондового рынка. Ожидая роста индекса РТС на восстановлении экономики

в 2021 г., только за первые два месяца этого года инвесторы внесли в ОПИФы акций 16,9 млрд руб., т.е. лишь немногим меньше, чем за весь 2019 г.

На среднесрочных горизонтах денежные потоки средств инвесторов в ОПИФах облигаций зависят от размеров ставок по банковским депозитам (рис. 61б). Снижение ставок по депозитам в банках на срок от 181 дня до одного года в 2020 г. с 3,6% годовых до 5,1% годовых привело к активному притоку новых денежных средств в ОПИФы облигаций. Данный индикатор вырос с 17,2 млрд руб. в 2019 г. до 72,9 млрд руб. в 2020 г. В первые два месяца 2021 г. в данные фонды поступило еще 11,8 млрд руб. средств инвесторов. Однако в перспективе, если после мартовского 2021 г. решения Банка России о повышении ключевой ставки на 0,25 п.п., данная тенденция продолжится, пайщики ПИФов облигаций, вероятно, начнут забирать средства из данных фондов.





**Рис. 61.** Особенности поведения частных инвесторов в различных механизмах коллективных инвестиций в акции и облигации российских эмитентов, включая:

- а) ежемесячные чистые денежные потоки средств инвесторов в открытые ПИФы (ОПИФ) акций, млрд руб. (ось слева) и индекс РТС, пункты (ось справа);
- б) ежемесячные чистые денежные потоки средств инвесторов в ОПИФы облигаций, млрд руб. (ось слева) и средние ставки по депозитам населения в банках на срок от 181 дней до 1 года, % годовых (ось справа);
- в) ежемесячные чистые денежные потоки средств инвесторов в открытые и интервальные ПИФы (ОиИПИФы) акций и в иностранных фондах акций, специализирующихся на акциях российских компаний, накопленным итогом, млн долл. (декабрь 2004 г. = 0);
- г) ежемесячные чистые денежные потоки средств инвесторов в российских ОиИПИФах акций (ось справа) и иностранных фондах акций, специализирующихся на акциях российских компаний (ось слева), млн долл.

Источник: расчеты авторов по данным Investfunds.ru и информационного ресурса Emerging Portfolio Fund Research (EPFR Global) [URL: <https://www.epfrglobal.com/>].

На *рис. 61в* показано, что на фоне оттока средств частных инвесторов иностранных фондов, специализирующихся на акциях российских компаний (Russia-EMEA-Equity), накопленные объемы поступлений средств внутренних инвесторов в российские ОПИФы акций постепенно становятся сопоставимыми с указанными иностранными фондами. С декабря 2004 г. по февраль 2021 г. накопленные взносы инвесторов в фонды Russia-EMEA-Equity составили 1,1 млрд долл. при аналогичном показателе в российских ПИФах акций в сумме 1,0 млрд долл. И все же данную тенденцию вряд ли можно рассматривать как позитивную, потому, что данное равенство было достигнуто в большей мере не за счет притока крупных средств в ПИФы акций, а в большей мере из-за стабильного оттока накоплений иностранных инвесторов из фондов, инвестирующих в российские акции.

Наконец, на *рис. 61г* иллюстрируется разница в поведении иностранных и внутренних частных инвесторов при инвестировании через фонды средств в акции одних и тех же российских компаний. Суть данных различий заключалась в том, что иностранные частные инвесторы старались вкладывать средства при низких ценах акций российских компаний и заранее выводили их из фондов при первых признаках наступления рисков переоцененности акций и ослабления национальной валюты.

С точки зрения доходности долгосрочных инвестиций российский рынок акций является циклическим, что требует от инвесторов необходимости больше внимания уделять возможной глобальной диверсификации подобных индивидуальных портфелей.

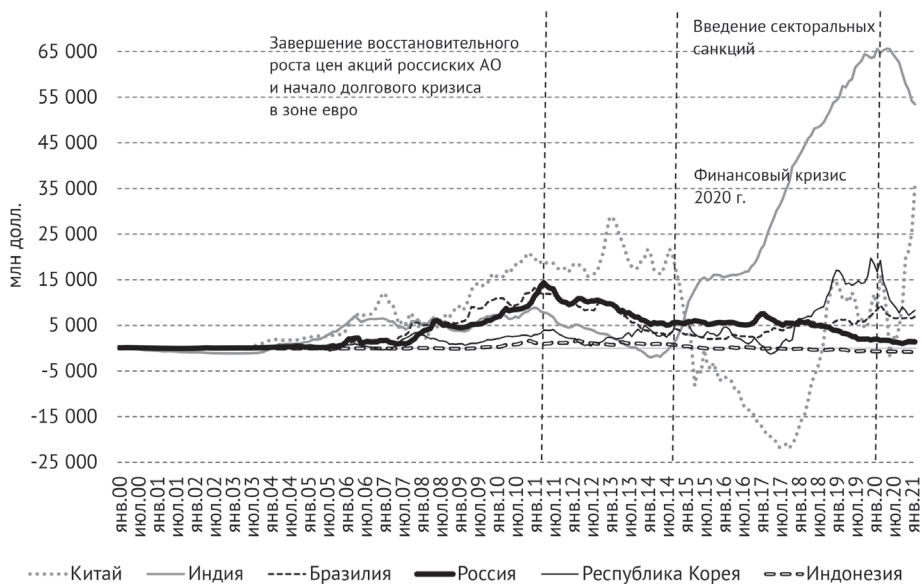
Таким образом, в 2020 г. в сфере коллективных инвестиций действовали разные тенденции. Развитие пенсионных накоплений и резервов сдерживается нерешенностью ключевых проблем их функционирования в законодательстве. В индустрии рыночных паевых инвестиционных фондов наблюдается умеренный рост внутренних сбережений, который в отличие от брокерских счетов не сопровождается агрессивными продажами в крупных розничных банках. Однако индустрия розничных ПИФов пока остается довольно мелкой, с высокими издержками для инвесторов и недостаточно привлекательной для действительно широкого круга инвесторов.

### ***Иностранные инвесторы***

На многих развивающихся рынках иностранные портфельные инвесторы часто действуют по очень схожим сценариям. Их решения о притоках или оттоках средств в таких фондах принимаются исходя из общих циклических закономерностей и веса той или иной страны в глобальных фондовых индексах, а не индивидуальных особенностей экономик и эмитентов разных стран<sup>1</sup>.

Согласно данным аналитического ресурса EPFR российский рынок акций столкнулся с массовым выводом из него средств иностранных фондов с середины 2011 г. (*рис. 62*). Сравнение с другими пятью крупнейшими

<sup>1</sup> Более подробно о стратегии инвестирования данных фондов на примере России см. *Абрамов А.* Различия в поведении внутренних и иностранных частных инвесторов на российском фондовом рынке // *Экономическое развитие России*, № 11, 2014 г.



*Рис. 62.* Накопленные денежные потоки иностранных инвестиционных фондов, специализирующихся на инвестициях в акции той или иной страны с развивающимся рынком с января 2000 г. по февраль 2021 г.

*Источник:* расчеты авторов по данным ресурса EPFR.

развивающимися рынками акций – Бразилией, Индией, Китаем, Южной Кореей и Индонезией – показывает, что практически все из них столкнулись примерно в тот же момент времени с аналогичным явлением. 2020 г. был сложным для развивающихся рынков капитала, и иностранные инвесторы в основном выводили средства с данных рынков: из фондов 8 развивающихся стран было выведено 18,8 млрд долл., в том числе из российских Russia-EMEA-Equity – 0,3 млрд долл.

Отличительной особенностью поведения инвесторов фондов Russia-EMEA-Equity, по сравнению с аналогичными фондами 7 других крупнейших развивающихся рынков заключается в том, что именно из «российских фондов» за последние 20 лет было выведено наибольшая сумма средств. С 2011 г. по февраль 2021 г. из фондов было выведено 8,6 млрд долл.; при этом за полные 10 лет на временном горизонте 2011–2020 гг., положительный денежный поток наблюдался только в 2012 г. и в 2015–2016 гг.

Кроме того, из фондов Russia-EMEA-Equity инвесторы стабильно выводят средства практически с середины 2011 г. по настоящее время, что отражает их пессимизм в отношении инвестиций в акции российских компаний.

Кроме того, из фондов Russia-EMEA-Equity инвесторы стабильно выводят средства практически с середины 2011 г. по настоящее время, что отражает их пессимизм в отношении инвестиций в акции российских компаний. Вероятно,



подобный пессимизм иностранных инвесторов и является причиной стабильно низкой премии за риск по акциям российских эмитентов.

По оценкам информационного ресурса Thomson ONE, общая стоимость вложений крупных глобальных инвестиционных фондов в акции российских компаний сократилась с 83,3 млрд долл. в 2019 г. до 65,6 млрд долл. в 2020 г.

Таким образом, несмотря на достигнутую к 2020 г. Макроэкономическую стабильность, снижение премии за риск, российский рынок акций и облигаций, за исключением ОФЗ, оставался недостаточно привлекательным для иностранных инвесторов, о чем свидетельствовал отток средств из иностранных фондов акций российских эмитентов.

### 3.1.13. Риски российского финансового рынка

На среднесрочном временном горизонте инвесторы на внутреннем финансовом рынке могут столкнуться с рядом серьезных рисков: внезапного оттока инвестиций из развивающихся рынков в случае объявления в развивающихся странах о начале ужесточения денежно-кредитной и бюджетной политики; бегства внутренних инвесторов из рынков рискованных инвестиционных активов; частичных потерь стоимости инвестиций в рублевые активы из-за существенного ослабления рубля; стагнации рынка акций в случае сценария стабилизации или падения цен на нефть, газ и иное сырье на глобальных финансовых рынках; риск стагнации фондового рынка в случае усиления государственного дирижизма в экономике, финансах и социальной политики.

Согласно опросу крупнейших компаний по управлению активами Bank of America (Bank of America Fund Manager Survey), проведенному 5 марта 2021 г., на смену рискам, связанным с эпидемией вируса Covid-19 пришли новые опасения по поводу роста инфляции и повторения ситуации «taper tantrum» (истерики) на рынке облигаций в мае 2013 г.<sup>1</sup> В данном опросе 37% респондентов назвали инфляцию самой большой проблемой. 35% опрошенных опасается «taper tantrum» – резкой реакции рынка облигаций в случае, если ФРС неожиданно откажется от своих ежемесячных скупок активов. Рисков коронавируса опасаются всего 15% респондентов, что примерно вдвое меньше, чем в феврале<sup>2</sup>.

Наиболее подверженными рискам внезапного оттока глобальных портфельных инвесторов являются страны с высокой задолженностью в иностранной валюте и дефицитом торгового баланса. По мнению экспертов издания

1 Термин «taper tantrum» для обозначения внезапной «истерики» участников финансовых рынков возник в мае 2013 г., когда первые заявления представителей ФРС о постепенном ужесточении ДКП после кризиса 2008 г. в виде сокращения баланса ФРС и повышения ставки процента, привели к резкому оттоку иностранных портфельных инвестиций из развивающихся фондовых рынков, спровоцировав шоки цен финансовых активов и курсов местных валют.

2 Cox Jeff. Investors now fear inflation and the Fed more than Covid, Bank of America survey shows. CNBC news, March 16, 2021; Bruno Valentina, Shin Hyun Song. Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy. SSRN. July 6, 2012; Hofmann Boris, Par Taejin. The broad dollar exchange rate as an EME risk factor. BIS Quarterly Review, December, 2020. P. 13–24.

The Economist<sup>1</sup>, к странам, в наибольшей мере подверженным данному риску относятся Бразилия, Индия, Индонезия, Мексика, Турция и ЮАР. В этом смысле поддержание финансовой стабильности в России, проявляющееся в виде низкого государственного долга и его финансирование преимущественно за счет рублевых долговых инструментов, умеренной внешней задолженности российских компаний и позитивного сальдо торгового баланса, является важным средством предотвращения финансовых шоков при наступлении вполне вероятного с точки зрения глобальных институциональных инвесторов нового «taper tantrum» на развивающихся рынках.

Учитывая, что инвестиции индивидуальных инвесторов, как правило, носят проциклический характер, важное значение имеет риск внезапной продажи активов внутренними инвесторами. В будущем такие риски могут возникнуть на облигационном рынке в случае роста инфляции и соответственно ключевой ставки Банка России. Распродажи могут затронуть и рынок акций иностранных компаний.

Проблема на российском рынке заключается в том, что основная масса индивидуальных инвестиций здесь совершается вне схем коллективного инвестирования, корпоративных и индивидуальных пенсионных планов, позволяющих осуществлять инвестиции на более диверсифицированной основе и использовать профессиональные методы защиты инвестиций, рекомендуемые администраторами таких пенсионных планов.

Стремительный рост числа брокерских счетов и активности их владельцев в 2019–2020 гг. шел за счет агрессивного маркетинга 3–4 крупнейших розничных банков, направленного на перепрофилирование своих традиционных клиентов на брокерское обслуживание. При этом банки отдавали предпочтение прямым, а не более безопасным коллективным инвестициям начинающих инвесторов. Подобная практика не сопровождалась заметными улучшениями в стандартах продаж финансовых продуктов и инструментов, например, использованием принципов открытой архитектуры продаж и фидуциарных стандартов деятельности продавцов и инвестиционных консультантов. Все это несло повышенные риски недобросовестных продаж финансовых продуктов, которые, видимо, материализуются в среднесрочной перспективе.

Одним из ключевых препятствием для формирования внутренних сбережений в России являются периодические риски ослабления национальной валюты. Как правило, девальвация рубля идет по одному и тому же сценарию. Снижение цены на нефть и отток капитала порождают внезапное обесценивание рубля, а потом наступает период, длящийся 6–8 лет, когда рубль остается стабильным и даже немного укрепляется (рис. 63). Девальвации снижают стимулы к внутренним сбережениям. Предпринятые за последние годы меры по либерализации валютного курса и введению бюджетного правила способствовали снижению рисков девальвации, однако для полного управления ими необходимы структурные изменения в экономике.

С сентября 1995 г. по настоящее время в России наблюдалось четыре девальвационные волны рубля. Во время первой волны (с 1.09.1995 по

1 The Economist. Free exchange. The fragile four. March 6th. 2021. P. 72.

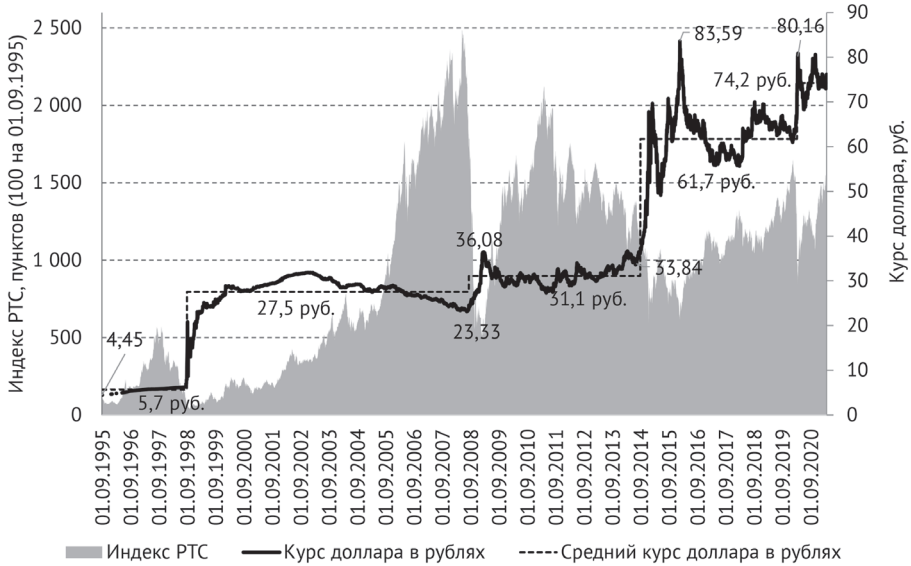


Рис. 63. Индекс РТС и валютный курс рубля за период с 1 сентября 1995 г. до 25 марта 2021 г.

Источник: расчеты авторов по данным Банка России и Московской биржи.

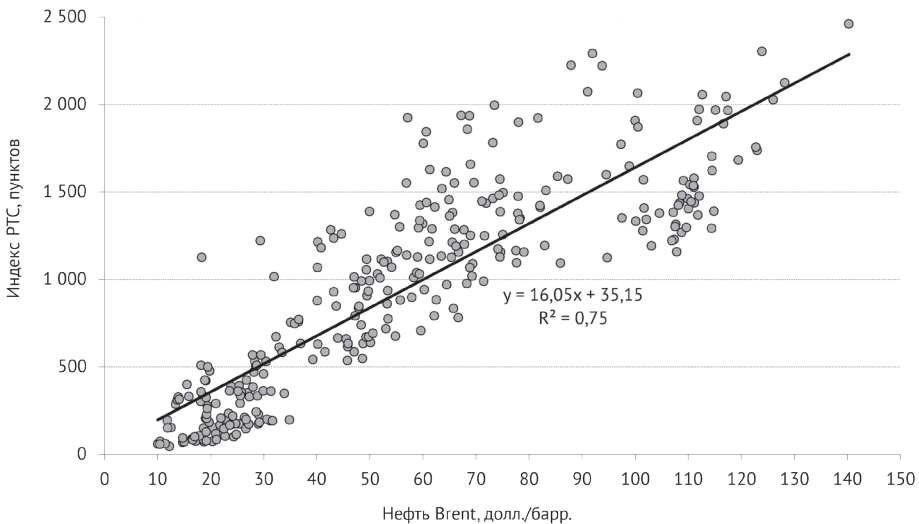


Рис. 64. Зависимость индекса РТС от цены нефти Brent с сентября 1995 г. по февраль 2021 г.

Источник: расчеты авторов по данным компании «Финам» и Московской биржи.

31.08.1998) средний за период курс составлял 5,7 руб./долл. После августовского кризиса 1998 г. до августа 2008 г. средний курс достиг 27,5 руб./долл. Начиная с кризиса 2008 г. и последовавшим за ним периодом более низких цен на нефть до сентября 2014 г. средний курс держался на уровне 31,1 руб./долл. Валютный кризис в 2014 г. и последовавшее за ним долгосрочное снижение среднего уровня нефтяных цен до настоящего времени привели к установлению среднего курса национальной валюты на уровне 61,7 руб./долл. Наконец, в результате финансового кризиса 2020 г. с начала этого года средний курс рубля достиг 74,2 руб./долл.

В значительной мере цены акций российских компаний зависят от цен на нефть. Коэффициент детерминации ( $R^2$ ) между абсолютными ежемесячными значениями индекса РТС и ценами нефти сорта Brent с сентября 1995 г. по февраль 2021 г. равен 0,75 (рис. 64), что говорит об очень тесной зависимости между данными показателями. В значительной мере цена на нефть продолжает влиять и на валютный курс, особенно при наступлении тех или иных ценовых шоков на рынке.

Существенные риски для финансового рынка сохраняют санкции, хотя их воздействие на поведение участников рынка пока носит ограниченный характер. Основными каналами влияния санкций на финансовый рынок являются ограничения объемов заимствования средств российскими компаниями, удорожание стоимости заемных ресурсов и отток иностранных инвестиций на рынке акций. Санкции и текущее ожидание их усиления сдерживают возможности крупных компаний и государства по заимствованию средств на глобальных рынках и соответственно инвестиционную активность бизнеса.

Наконец, одним из рисков российского фондового рынка является усиление бремени государственного регулирования рынка, когда основные сбережения граждан будут направляться на финансирование инвестиционных проектов, отбираемых ведомствами, а на вложения на инвестиции в зарубежные активы индивидуальных инвесторов будет наложен прямой запрет. Данные меры могут привести к потере интереса домашних хозяйств и к повышению патернализма населения в части финансирования собственных пенсионных программ.

## **3.2. Рынок муниципальных и субфедеральных заимствований<sup>1</sup>**

### **3.2.1. Динамика развития рынка**

Кризисные явления в мировой и российской экономике, непосредственно связанные с введением карантинных мероприятий в 2020 г., привели к восстановлению дефицитности консолидированного регионального бюджета.

По итогам 2020 г. консолидированный региональный бюджет и бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов были сведены с дефицитом в размере 667,4 млрд руб., или 0,63% ВВП.

---

1 Автор раздела: *Шадрин А.Е.*, старший директор по инновационной политике НИУ ВШЭ, науч. сотр. научного направления «Макроэкономика и финансы» Института Гайдара.

Для сравнения: в 2019 г. консолидированный региональный бюджет и бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов были сведены с профицитом в 17,4 млрд руб., или 0,02% ВВП.

В 2020 г. бюджеты субъектов Российской Федерации были сведены с дефицитом в 708,4 млрд руб., бюджеты городских округов – с профицитом в 8,1 млрд руб., бюджеты внутригородских муниципальных образований городов федерального значения – с профицитом в 2,9 млрд руб., бюджеты муниципальных районов – с профицитом в 17,7 млрд руб., бюджеты городских поселений – с профицитом в 0,8 млрд руб., бюджеты сельских поселений – с профицитом 1,8 млрд руб., бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов – с профицитом в 9,2 млрд руб.

В 2019 г. бюджеты субъектов Российской Федерации были сведены с профицитом в 15,5 млрд руб., бюджеты городских округов – с дефицитом в 16,3 млрд руб., бюджеты внутригородских муниципальных образований городов федерального значения – с профицитом в 0,5 млрд руб., бюджеты муниципальных районов – с профицитом в 16,0 млрд руб., бюджеты городских поселений – с дефицитом в 0,9 млрд руб., бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов – с профицитом в 12,7 млрд руб.

Таблица 10

**Отношение профицита (дефицита) консолидированного  
регионального и региональных бюджетов  
к бюджетным расходам  
в 2007–2020 гг., %**

Год	Консолидированный региональный бюджет*	Региональные бюджеты
2020	-3,7	-5,1
2019	0,11	0,13
2018	3,7	4,7
2017	-0,5	-0,2
2016	–	0,003
2015	-1,6	-1,3
2014	-4,6	-4,9
2013	-6,4	-8,1
2012	-3,0	-3,5
2011	-0,2	-0,3
2010	-1,4	-1,6
2009	-5,3	-5,3
2008	-0,7	-0,7
2007	0,8	0,6

\* С учетом государственных внебюджетных фондов.

Источник: расчеты автора на основе данных Федерального казначейства.

**Отношение профицита (дефицита) территориальных бюджетов к бюджетным расходам в 2007–2020 гг., %**

Год	Бюджеты внутригородских муниципальных образований городов федерального значения	Бюджеты городских округов	Бюджеты муниципальных районов	Бюджеты городских и сельских поселений
2020	9,7	0,3	1,0	0,7
2019	1,5	-0,7	0,4	-0,2
2018	-1,2	0,04	1,0	1,0
2017	-1,9	1,6	0,4	- 0,3
2016	1,3	-0,9	0,8	-1,5
2015	6,7	-3,0	-0,7	-0,6
2014	6,0	-2,2	-1,4	0,7
2013	-3,47	-2,61	-5,59	2,24
2012	2,26	-2,01	-0,08	1,34
2011	6,15	-2,10	1,13	0,64
2010	-1,12	-1,16	-0,11	1,72
2009	-0,63	-3,32	-1,88	2,63
2008	-1,47	1,09	-0,26	2,72
2007	5,34	1,23	-0,04	2,34

Источник: расчеты автора на основе данных Федерального казначейства.

По состоянию на 1 января 2021 г. с дефицитом был сведен консолидированный бюджет (включая территориальные государственные внебюджетные фонды) в 56 субъектах РФ и г. Байконур (в 2019 г. – в 35 регионах и г. Байконуре). Суммарный объем дефицита составил 720,5 млрд руб., или 5,3% от доходной части их бюджетов (в 2019 г. – 227,5 млрд руб., или 2,6% от доходной части бюджетов регионов, имеющих дефицит).

Медианный уровень бюджетного дефицита составил 1,3% к доходам соответствующего бюджета. Наибольшее значение отношения бюджетного дефицита к доходной части бюджета сложилось в Тюменской области (17,7%), в Кемеровской области (17,5%), в Ямало-Ненецком АО (13,2%), в Удмуртской Республике (12,8%), в Республике Башкортостан (11,7%), в Архангельской области (11,1%).

При этом 18,0% суммарного дефицита консолидированных бюджетов регионов, имеющих дефицит, или 129,5 млрд руб., пришлось на Москву, 12,0%, или 86,4 млрд руб. – на Московскую область, 5,9%, или 42,3 млрд руб. – на Кемеровскую область, 5,3%, или 38,0 млрд руб. – на Тюменскую область, 5,2% или 37,4 млрд руб. – на Республику Башкортостан. (табл. 12).

Таблица 12

**Исполнение консолидированных бюджетов субъектов  
Российской Федерации (включая государственные внебюджетные  
фонды) в 2020 г.**

	Доходы бюджета (млрд руб.)	Дефицит (профицит) бюджета (млрд руб.)	Отношение дефицита (профицита) к доходам, %	Привлеченные заемные средства к доходам, %	Чистое заимствование к доходам, %	Расходы на погашение заимствований к доходам, %	Чистые заимствования к дефициту (профициту), %
1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Центральный федеральный округ</b>							
Белгородская область	153,3	-0,2	-0,1	11,0	2,1	8,9	-1952,0
Брянская область	101,4	-1,2	-1,2	6,6	-1,2	7,8	102,9
Владимирская область	108,6	-2,3	-2,1	1,0	-0,1	1,1	5,5
Воронежская область	197,7	-8,4	-4,3	15,2	-5,5	20,7	128,3
Ивановская область	79,8	-2,3	-2,8	19,3	-2,3	21,5	79,2
Тверская область	110,7	-2,7	-2,5	13,5	0,4	13,1	-15,4
Калужская область	108,4	5,3	4,9	2,0	0,0	2,0	0,4
Костромская область	55,7	-0,7	-1,3	23,6	1,3	22,4	-94,8
Курская область	98,1	-0,5	-0,5	24,2	2,7	21,5	-574,9
Липецкая область	101,2	0,1	0,1	9,9	1,4	8,5	1223,9
Московская область	934,7	86,4	9,2	33,8	10,1	23,6	109,8
Орловская область	58,8	1,6	2,7	53,2	4,0	49,2	150,3
Рязанская область	92,8	1,2	1,3	14,2	1,8	12,5	135,9
Смоленская область	76,6	0,5	0,7	39,6	0,0	39,6	0,4
Тамбовская область	77,3	0,1	0,1	29,5	-0,1	29,6	-173,7
Тульская область	131,9	2,2	1,7	23,9	1,0	22,9	56,6
Ярославская область	113,1	2,0	1,8	43,6	1,9	41,7	106,4
г. Москва	3180,6	129,5	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0
г. Байконур	4,0	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Итого</b>	<b>5784,8</b>	<b>210,6</b>	<b>3,6</b>	<b>10,9</b>	<b>1,7</b>	<b>9,2</b>	<b>45,9</b>
<b>Северо-Западный федеральный округ</b>							
Республика Карелия	81,0	6,9	8,5	50,3	6,5	43,8	76,6
Республика Коми	122,1	12,0	9,8	24,8	8,5	16,3	87,1
Архангельская область	137,7	15,2	11,0	62,6	6,6	56,1	59,7

*Продолжение таблицы 12*

1	2	3	4	5	6	7	8
Вологодская область	132,4	0,3	0,2	4,2	-0,1	4,3	-53,1
Калининградская область	152,9	-0,2	-0,1	14,4	0,9	13,5	-587,0
Ленинградская область	216,6	12,4	5,7	0,0	0,0	0,0	-0,3
Мурманская область	126,1	-1,7	-1,4	43,8	-0,2	43,9	11,9
Новгородская область	57,1	2,9	5,2	36,7	5,3	31,4	103,2
Псковская область	56,9	3,2	5,6	45,0	3,6	41,3	63,9
г. Санкт-Петербург	785,6	37,2	4,7	7,0	7,0	0,0	147,6
Ненецкий автономный округ	25,8	1,4	5,5	15,8	2,7	13,1	50,1
<b>Итого</b>	<b>1894,2</b>	<b>89,5</b>	<b>4,7</b>	<b>18,2</b>	<b>4,6</b>	<b>13,7</b>	<b>96,5</b>
<b>Южный федеральный округ</b>							
Республика Калмыкия	26,4	2,0	7,7	29,6	7,6	22,0	99,1
Краснодарский край	460,3	0,3	0,1	11,5	1,5	10,0	2242,8
Астраханская область	77,4	1,8	2,3	8,6	2,3	6,3	100,5
Волгоградская область	184,7	3,1	1,7	24,5	3,2	21,3	187,4
Ростовская область	310,4	4,2	1,4	10,1	2,0	8,1	149,2
г. Севастополь	65,1	-2,8	-4,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Республика Крым	249,5	-0,8	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Республика Адыгея (Адыгея)	41,0	0,8	1,9	12,7	1,3	11,4	66,7
<b>Итого</b>	<b>1414,8</b>	<b>8,7</b>	<b>0,6</b>	<b>10,6</b>	<b>1,7</b>	<b>8,9</b>	<b>270,8</b>
<b>Северо-Кавказский федеральный округ</b>							
Республика Дагестан	215,8	-1,7	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Кабардино-Балкарская Республика	65,6	-1,9	-3,0	17,1	-0,9	17,9	29,8
Республика Северная Осетия-Алания	58,1	-0,6	-1,0	15,0	0,0	15,0	1,2
Республика Ингушетия	41,6	0,6	1,6	3,1	0,0	3,1	0,0
Ставропольский край	198,2	-0,3	-0,2	25,6	2,1	23,4	-1272,2
Карачаево-Черкесская Республика	40,3	-0,1	-0,2	12,8	0,5	12,3	-263,8
Чеченская Республика	145,9	1,3	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Итого</b>	<b>765,5</b>	<b>-2,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>10,1</b>	<b>0,5</b>	<b>9,6</b>	<b>-141,3</b>



*Продолжение таблицы 12*

1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Приволжский федеральный округ</b>							
Республика Башкортостан	319,6	37,4	11,7	3,2	2,4	0,8	20,2
Республика Марий Эл	56,3	-0,1	-0,2	11,8	-0,1	12,0	62,3
Республика Мордовия	67,4	-1,8	-2,6	37,5	-2,8	40,2	107,5
Республика Татарстан (Татарстан)	390,6	21,6	5,5	4,0	0,5	3,4	9,4
Удмуртская Республика	119,7	15,3	12,8	74,7	15,2	59,5	118,9
Чувашская Республика – Чувашия	93,1	-0,5	-0,5	6,5	-2,3	8,8	428,9
Нижегородская область	292,6	11,2	3,8	31,3	3,9	27,3	102,9
Кировская область	101,5	-0,5	-0,5	27,8	0,0	27,8	0,6
Самарская область	290,3	-2,3	-0,8	12,1	-0,7	12,8	90,1
Оренбургская область	160,4	2,2	1,4	1,4	-0,6	1,9	-41,2
Пензенская область	98,7	0,2	0,2	22,8	0,6	22,2	237,1
Пермский край	227,1	22,6	9,9	20,6	10,1	10,5	101,3
Саратовская область	178,5	3,6	2,0	19,1	2,9	16,2	143,4
Ульяновская область	97,1	9,0	9,2	34,9	9,2	25,7	99,9
<b>Итого</b>	<b>2492,9</b>	<b>117,9</b>	<b>4,7</b>	<b>17,9</b>	<b>2,8</b>	<b>15,1</b>	<b>59,1</b>
<b>Уральский федеральный округ</b>							
Курганская область	73,0	0,8	1,1	20,2	0,6	19,6	51,5
Свердловская область	412,5	29,6	7,2	28,3	9,0	19,3	125,1
Тюменская область	214,6	38,0	17,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Челябинская область	290,3	28,3	9,7	7,9	3,9	4,0	40,5
Ханты-Мансийский автономный округ – Югра	362,1	10,5	2,9	0,9	-0,4	1,3	-12,9
Ямало-Ненецкий автономный округ	245,2	32,2	13,2	0,0	-2,5	2,5	-18,7
<b>Итого</b>	<b>1597,7</b>	<b>139,5</b>	<b>8,7</b>	<b>9,9</b>	<b>2,6</b>	<b>7,3</b>	<b>29,8</b>
<b>Сибирский федеральный округ</b>							
Республика Тыва	55,5	0,2	0,4	7,8	0,4	7,4	94,9
Алтайский край	189,6	-6,0	-3,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Красноярский край	394,8	-5,1	-1,3	2,9	-1,3	4,2	98,3

*Продолжение таблицы 12*

1	2	3	4	5	6	7	8
Иркутская область	286,8	16,7	5,8	24,4	4,6	19,7	79,7
Кемеровская область	242,1	42,3	17,5	16,0	12,4	3,5	71,2
Новосибирская область	274,4	4,5	1,6	36,6	1,8	34,7	112,9
Омская область	160,9	1,4	0,9	64,0	1,7	62,4	189,7
Томская область	107,9	10,0	9,2	46,7	9,8	36,9	105,8
Республика Алтай	34,6	0,6	1,7	3,5	0,5	3,0	26,6
Республика Хакасия	53,4	5,1	9,5	24,8	7,5	17,3	78,7
<b>Итого</b>	<b>1800,1</b>	<b>69,5</b>	<b>3,9</b>	<b>21,8</b>	<b>3,4</b>	<b>18,4</b>	<b>87,7</b>
<b>Дальневосточный федеральный округ</b>							
Республика Бурятия	112,7	1,9	1,7	48,9	1,9	47,0	111,8
Республика Саха (Якутия)	311,7	1,4	0,4	5,8	0,3	5,5	60,6
Приморский край	207,7	14,0	6,7	2,7	-1,7	4,4	-25,1
Хабаровский край	178,3	4,1	2,3	33,5	1,7	31,8	75,9
Амурская область	120,3	-2,3	-1,9	9,0	-0,1	9,1	5,4
Камчатский край	117,7	1,3	1,1	5,6	2,2	3,4	194,5
Магаданская область	59,3	-0,8	-1,3	83,6	-1,7	85,3	130,9
Сахалинская область	196,5	16,5	8,4	5,4	4,8	0,6	57,4
Еврейская автономная область	24,4	-0,8	-3,3	25,9	-1,2	27,1	36,6
Чукотский автономный округ	56,4	-4,5	-7,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Забайкальский край	115,6	3,4	2,9	12,9	2,3	10,6	78,2
<b>Итого</b>	<b>1500,6</b>	<b>34,4</b>	<b>2,3</b>	<b>15,8</b>	<b>1,1</b>	<b>14,8</b>	<b>46,4</b>
<b>Итого Российская Федерация</b>	<b>17250,6</b>	<b>667,4</b>	<b>3,9</b>	<b>14,1</b>	<b>2,3</b>	<b>11,8</b>	<b>59,7</b>

Источник: расчеты автора на основе данных Федерального казначейства.

С профицитом в 2020 г. был сведен консолидированный бюджет в 29 субъектах Российской Федерации (по сравнению с 50 регионами в 2019 г.). Суммарный объем бюджетного профицита в этих регионах составил 55,9 млрд руб., или 1,3% от величины доходной части их бюджетов (в 2019 г. – 244,9 млрд руб., или 1,9% доходной части бюджетов). Медианное значение бюджетного профицита составило 1,3% доходной части бюджета.

Наибольшее значение отношения профицита к уровню доходов консолидированного бюджета было достигнуто в Чукотском АО (7,9%), Воронежской области (4,3%), Еврейском АО (3,3%) и Алтайском крае (3,2%).

На Воронежскую область пришлось 15,1% суммарного профицита бюджетов регионов, или 8,4 млрд руб., на Алтайский край – 10,8%, или 6,0 млрд руб., на Красноярский край – 9,2%, или 5,1 млрд руб.

## 3.2.2. Структура заимствований

По данным Минфина России, объем накопленного долга субъектов Российской Федерации в 2020 г. увеличился на 383,0 млрд руб., или на 4,2%, составив 2 113,0 млрд руб., объем накопленного долга муниципальных образований увеличился на 8,6 млрд руб., или на 2,3%, составив 380,5 млрд руб. (табл. 13).

Таблица 13

**Объем и структура государственного долга субъектов Российской Федерации и долга муниципальных образований на 1 января 2020 и 2021 гг., млрд руб.**

Виды долговых обязательств	Объем государственного долга субъектов Российской Федерации			Объем долга муниципальных образований		
	2020 г.	2021 г.	прирост/снижение 2021 г. к 2020 г., %	2020 г.	2021 г.	прирост/снижение 2021 г. к 2020 г., %
Государственные ценные бумаги	588,5	769,9	30,8	21,3	24,7	16,0
Кредиты от кредитных организаций, иностранных банков и международных финансовых организаций	575,8	568,1	-1,3	259,5	264,7	2,0
Бюджетные кредиты от других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации	886,2	1102,9	24,5	92,1	91,2	-1,0
Государственные гарантии	55,4	48,4	-12,6	7,6	7,2	-5,3
Иные долговые обязательства	7,1	6,7	-5,6	0,0054	0,0054	-
<b>Всего</b>	<b>2113,0</b>	<b>2496,0</b>	<b>18,1</b>	<b>380,5</b>	<b>387,3</b>	<b>1,8</b>

Источник: расчеты автора на основе данных Минфина России.

Суммарный объем заимствований регионов и муниципалитетов в 2020 г. составил 2 435,8 млрд руб. Крупнейшими заемщиками стали: Московская область (315,9 млрд руб.), Свердловская область (116,7 млрд руб.), Омская область (103,0 млрд руб.), Новосибирская обл. (100,3 млрд руб.), Нижегородская область (91,5 млрд руб.).

В общем объеме заимствований консолидированного регионального бюджета на эмиссию ценных бумаг пришлось 11,0%, на ссуды из вышестоящих бюджетов (бюджетные кредиты) – 36,1%, на заимствования в коммерческих банках – 52,9%.

Общий объем чистых заимствований консолидированного регионального бюджета в 2020 г. составил 398,7 млрд руб. (в 2019 г. он был отрицательным и составил -70,5 млрд руб.). Наибольшее отношение чистых заимствований к доходам бюджета продемонстрировали: Удмуртская республика – 15,2%, Кемеровская обл. – 12,4%, Московская обл. и Пермский край – 10,1%.

Крупнейшими чистыми заемщиками стали: Московская область – 94,9 млрд руб., Санкт-Петербург – 54,9 млрд руб., Свердловская обл. – 37,1 млрд руб., Удмуртская Республика – 18,2 млрд руб.

Таблица 14

**Чистые заимствования региональных и местных бюджетов, % ВВП**

Год	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Чистые заимствования субфедеральных и местных органов власти, в том числе:	0,17	0,29	0,74	0,51	0,21	0,33	0,61	0,53	0,33	0,10	-0,01	-0,08	-0,06	0,37
возвратные ссуды из бюджетов других уровней	-0,01	0,03	0,33	0,37	0,15	0,01	0,06	0,24	0,21	0,21	0,02	-0,07	-0,05	0,20
субфедеральные (муниципальные) облигации	0,08	0,17	0,24	0,07	-0,11	0,06	0,12	-0,01	-0,01	0,04	0,11	-	0,04	0,17
Прочие заимствования	0,10	0,09	0,17	0,07	0,17	0,26	0,43	0,30	0,13	-0,15	-0,14	-0,01	-0,05	0,002

Источник: расчеты автора на основе данных Федерального казначейства.

За счет превышения объемов погашения ранее сделанных займов над вновь проводимыми накопленный долг в наибольшей степени сократили: Воронежская обл. – на 10,8 млрд руб., Красноярский край – на 5,0 млрд руб., Приморский край – на 3,5 млрд руб.

### 3.2.3. Внутренние облигационные займы

В 2020 г. были зарегистрированы проспекты эмиссии облигационных займов 21 субъекта Федерации и 4 муниципальных образований (по сравнению с 13 регионом и 2 муниципалитетами, выпустившими облигации в 2019 г.). Проспекты эмиссии в Минфине России в 2020 г. зарегистрировали: Санкт-Петербург, Красноярский и Ставропольский края, Удмуртская республика, республики Саха (Якутия), Башкортостан, области Белгородская, Рязанская, Свердловская, Самарская, Ярославская, Нижегородская, Московская, Липецкая, Иркутская, Калининградская, Омская, Оренбургская, Томская, Ульяновская, Челябинская, города Новосибирск, Томск, Краснодар и Нижний Новгород.

В 2020 г. объем размещаемых облигаций составил 267,1 млрд руб., увеличившись по сравнению с уровнем 2019 года (114,0 млрд руб.) в 2,5 раза в номинальном выражении. Таким образом, за год объем эмиссии субфедеральных и муниципальных облигаций увеличился с 0,10% до 0,25 ВВП (табл. 15).

Таблица 15

**Объем выпуска субфедеральных и муниципальных ценных бумаг, % ВВП**

Год	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Выпуск	0,26	0,43	0,41	0,25	0,10	0,19	0,23	0,16	0,12	0,19	0,23	0,08	0,10	0,25
Погашение	0,18	0,26	0,16	0,18	0,21	0,13	0,12	0,17	0,13	0,15	0,13	0,08	0,07	0,08
Чистое финансирование	0,08	0,17	0,24	0,07	-0,11	0,06	0,12	-0,01	-0,01	0,04	0,11	-	0,04	0,17

Источник: расчеты автора по данным Минфина России.

Крупнейшие размещения ценных бумаг осуществили: Московская обл. – 74,0 млрд руб., или 27,7% от общего объема эмиссии, Санкт-Петербург – 54,9 млрд руб., или 20,6%, Свердловская обл. – 43,0 млрд руб., или 16,1%, Ульяновская обл. – 10,5 млрд руб., или 3,9%, Белгородская обл. – 10,2 млрд руб., или 3,8%, Нижегородская область – 10,0 млрд руб., или 3,7% (табл. 16).

Таким образом, на шесть крупнейших эмитентов пришлось 75,8% от общего объема выпусков размещенных региональных и муниципальных облигаций.

Таблица 16

**Размещение субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в 2020 г.**

Субъект Федерации	Объем эмиссии, млн руб.	Доля эмитента в общем объеме эмиссии, %	Объем эмиссии к внутренним заимствованиям, %
<b>Центральный федеральный округ</b>			
Белгородская область	10200,0	3,8	60,5
Липецкая область	2500,0	0,9	25,1
Московская область	74000,0	27,7	23,4
<b>Северо-Западный федеральный округ</b>			
Калининградская область	1405,3	0,5	6,4
г. Санкт-Петербург	54906,1	20,6	99,9
<b>Южный федеральный округ</b>			
Краснодарский край	1600,0	0,6	3,0
<b>Северо-Кавказский федеральный округ</b>			
Ставропольский край	7000,0	2,6	13,8
<b>Приволжский федеральный округ</b>			
Республика Башкортостан	5000,0	1,9	49,3

Субъект Федерации	Объем эмиссии, млн руб.	Доля эмитента в общем объеме эмиссии, %	Объем эмиссии к внутренним заимствованиям, %
Нижегородская область	10000,0	3,7	10,9
Самарская область	5000,0	1,9	14,2
Ульяновская область	10500,0	3,9	31,0
<b>Уральский федеральный округ</b>			
Свердловская область	43000,0	16,1	36,9
Челябинская область	7000,0	2,6	30,5
<b>Сибирский федеральный округ</b>			
Красноярский край	3000,0	1,1	25,8
Новосибирская область	9155,7	3,4	9,1
Омская область	5000,0	1,9	4,9
Томская область	8350,9	3,1	16,6
<b>Дальневосточный федеральный округ</b>			
Республика Саха (Якутия)	5500,0	2,1	30,5
Российская Федерация	267118,1	100,0	11,0

Источник: расчеты автора по данным Федерального казначейства.

Наиболее высокий уровень секьюритизации наблюдался у Санкт-Петербурга – 99,9%, Белгородской области – 60,5% и Республики Башкортостан – 49,3%

В 2020 г. объем размещаемых ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных образований превысил объем погашаемых ценных бумаг на 184,6 млрд руб., тогда как в 2019 г. – лишь на 40,4 млн руб. При этом объем размещенных ценных бумаг вырос более чем в 2,3 раза, составив 267,1 млрд руб. (табл. 17).

Таблица 17

**Объемы чистых заимствований на рынке внутренних субфедеральных и муниципальных ценных бумаг, млрд руб.**

	Консолидированный региональный бюджет	Региональные бюджеты	Муниципальные бюджеты
<b>2019</b>			
Чистые заимствования	40,4	37,2	3,2
Привлечение средств	114,0	107,9	6,1
Погашение основной суммы задолженности	73,6	70,7	2,9
<b>2018</b>			
Чистые заимствования	0,02	2,96	-2,94
Привлечение средств	86,95	86,84	0,11
Погашение основной суммы задолженности	86,92	83,88	3,04

	Консолидированный региональный бюджет	Региональные бюджеты	Муниципальные бюджеты
<b>2017</b>			
Чистые заимствования	97,03	91,43	5,60
Привлечение средств	215,33	205,21	10,12
Погашение основной суммы задолженности	118,30	113,77	4,53
<b>2016</b>			
Чистые заимствования	31,98	26,70	5,29
Привлечение средств	160,50	153,66	6,85
Погашение основной суммы задолженности	128,52	126,96	1,56
<b>2015</b>			
Чистые заимствования	-5,81	-7,11	1,29
Привлечение средств	98,45	94,25	4,21
Погашение основной суммы задолженности	104,27	101,36	2,92
<b>2014</b>			
Чистые заимствования	-9,24	-7,41	-1,83
Привлечение средств	111,49	110,09	1,40
Погашение основной суммы задолженности	120,73	117,50	3,23
<b>2013</b>			
Чистые заимствования	77,61	75,45	2,16
Привлечение средств	154,64	149,64	5,00
Погашение основной суммы задолженности	77,03	74,19	2,84
<b>2012</b>			
Чистые заимствования	38,17	36,80	1,38
Привлечение средств	119,85	115,95	3,90
Погашение основной суммы задолженности	81,68	79,16	2,52
<b>2011</b>			
Чистые заимствования	-58,20	-57,11	-1,09
Привлечение средств	55,05	53,37	1,68
Погашение основной суммы задолженности	113,25	110,48	2,77
<b>2010</b>			
Чистые заимствования	29,77	28,61	1,16
Привлечение средств	111,11	105,85	5,25
Погашение основной суммы задолженности	81,33	77,24	4,09

Источник: расчеты автора на основе данных Федерального казначейства.

Большинство регионов, выпускающих долговые ценные бумаги на регулярной основе, продолжили их эмиссию и в 2020 г. (табл. 18).

**Регистрация проспектов эмиссии субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в 2007–2020 гг.**

Эмитент	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Субъекты Федерации</b>														
Красноярский край	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Нижегородская область	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Санкт-Петербург	*	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Республика Саха (Якутия)	*	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Ярославская обл.	*	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Самарская обл.	*	*	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Белгородская обл.		*				*	*	*	*	*	*	*	*	*
Свердловская обл.				*	*	*		*		*	*	*	*	*
Московская обл.	*	*								*	*	*	*	*
Липецкая область	*	*				*	*	*			*	*	*	*
Рязанская область				*		*							*	*
Томская обл.	*	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Оренбургская область						*	*	*	*	*	*	*	*	*
Иркутская обл.	*	*	*			*			*	*	*	*	*	*
Удмуртская Республика	*	*		*	*	*	*	*	*	*		*		*
Омская обл.							*	*		*	*			*
Ульяновская обл.	*	*									*			*
Калининградская обл.											*			*
Ставропольский край		*			*	*	*	*		*				*
Республика Башкортостан	*				*	*	*	*	*					*
Челябинская обл.														*
Новосибирская обл.	*						*	*		*	*	*	*	
Краснодарский край	*			*		*			*		*	*	*	
Республика Карелия	*	*	*	*	*	*	*	*		*	*	*		
Магаданская обл.							*	*		*	*	*		
Хабаровский край												*		
Кировская обл.												*		
Камчатский край												*		
Республика Коми		*		*	*		*	*	*	*	*			
Ханты-Мансийский АО			*				*	*		*	*			
Ямало-Ненецкий АО										*	*			
Тамбовская обл.										*	*			
Волгоградская обл.	*	*	*	*	*	*	*	*	*		*			



Эмитент	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Республика Чувашия	*	*	*		*	*	*	*			*			
Республика Марий Эл						*	*	*			*			
Кемеровская область							*				*			
Ивановская обл.	*				*						*			
Ненецкий АО											*			
Курская обл.											*			
Саратовская обл.											*			
Орловская обл.											*			
Карачаево-Черкесская Республика											*			
Республика Мордовия							*	*	*	*				
Республика Хакассия				*		*	*	*	*	*				
Тюменская обл.										*				
Тульская обл.						*	*	*	*					
Тверская обл.	*	*	*	*	*	*	*	*						
Воронежская область	*					*	*	*						
Смоленская обл.							*	*						
Ленинградская обл.							*	*						
Костромская обл.	*				*		*							
Москва		*	*	*			*							
Калужская обл.	*	*			*	*								
Вологодская обл.					*	*								
Республика Бурятия					*									
Мурманская обл.				*										
Пензенская обл.	*	*												
Курганская обл.		*												
Республика Калмыкия	*													
Кабардино-Балкарская Республика														
Брянская обл.														
Сахалинская обл.														
Приморский край														
<b>Муниципалитеты</b>														
Новосибирск				*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Томск	*	*		*		*		*	*	*	*	*	*	*
Нижний Новгород											*			*
Краснодар				*	*									*
Омск								*		*				
г. Волжский Волгоградской обл.								*						
Красноярск	*	*	*	*	*	*								
Казань	*		*	*	*									

**РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА в 2020 году**  
тенденции и перспективы

Эмитент	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Уфа				*										
г. Электросталь Московской области	*		*											
Смоленск			*											
Липецк	*	*												
Магадан	*	*												
Братск		*												
Новороссийск		*												
Екатеринбург	*													
Клинский район Московской области		*	*	*										
Ногинский район Московской области	*		*	*										
Благовещенск			*	*										
Чебоксары		*		*										
г. Балашиха Московской области				*										
Одинцовский район Московской области		*	*											
Астрахань			*											
Брянск			*											
Воронеж			*											
г. Орехово-Зуево Московской области			*											
Ярославль			*											
Воронеж			*											
Южно-Сахалинск	*	*												
Новочебоксарск	*	*												
Ангарск		*												
Вурнарский район Чувашской Респу- блики		*												
г. Шумерля Чувашской Респу- блики		*												
Барнаул	*													
Пермь	*													
Кострома														
Архангельск														
Дзержинский														

Источник: Минфин России.

### 3.3. Банковский сектор<sup>1</sup>

#### 3.3.1. Основные показатели и финансовые результаты банковского сектора

На конец 2020 г. в российской банковской системе действовали 406 кредитных организаций. Годом ранее их число составляло 442 ед. За год количество действующих кредитных организаций сократилось на 36 ед. (в 2019 – на 42 ед.). Количество банков с универсальной лицензией на конец года составило 248 (на начало года – 266), с базовой – 118 банков (на начало года – 136). Количество небанковских кредитных организаций за 2020 г. не изменилось и составило 40 ед. (рис. 65). Кредитных организаций, в отношении которых проводятся ликвидационные процедуры, на конец года составило 379 ед.

Сокращение общего количества банковских кредитных организаций сопровождается укрупнением банковского сектора – в 2020 г. наблюдался рост активов, собственных средств и прибыли. Несмотря на пандемию, совокупные активы кредитных организаций в прошедшем году выросли на 16,5% (за 2019 г. – 2,7%), собственные средства банков – на 11,3% (в 2019 г. – на 7,6%).

На 1 января 2021 г. 291 банк показал прибыль в размере 1,64 трлн руб., а убыток 75 банков составил 33,3 млрд руб. Таким образом, количество убыточных банков выросло до 20,5% (в 2019 г. – 15,6%).

В целом банковский сектор России оказался подготовленным к текущему кризису во многом благодаря реализуемой в последние годы стабилизационной политике ЦБ РФ. Поддержание высокого уровня ликвидности, прекращение деятельности несостоятельных банков, а также повышение требований к качеству банковских продуктов и услуг путем внедрения Базельских стандартов позволили повысить устойчивость отечественной банковской системы.

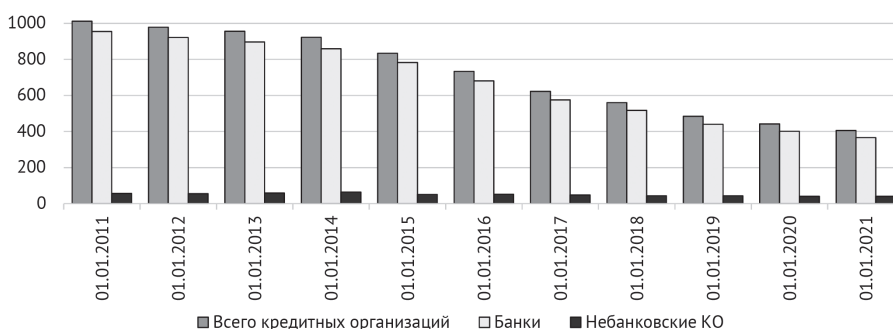


Рис. 65. Динамика количества кредитных организаций за последние 10 лет

Источник: Банк России.

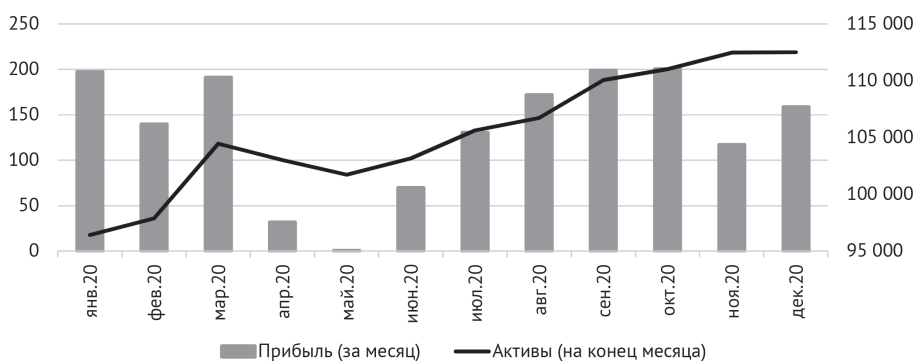
1 Автор раздела: *Зубов С.А.*, канд. экон. наук, доцент, ст. науч. сотр. лаборатории структурных исследований ИПЭИ РАНХиГС.

Вместе с тем в условиях высокой волатильности финансовых рынков и неопределенности последствий пандемии российские кредитные организации вынуждены существенно скорректировать рыночную политику предыдущих лет, что привело к заметному снижению уровня прибыльности российской банковской системы по сравнению с предыдущим годом.

Несмотря на беспрецедентный рост активов российского банковского сектора, совокупная нетто-прибыль заметно снизилась относительно уровня 2019 г. На 1 января 2021 г. она составила 1608,1 млрд руб., что на 6,2% ниже уровня годичной давности (на 1 января 2020 г. прибыль банковского сектора была равна 1715,1 млрд руб.).

При снижении темпа роста прибыли и одновременном ускорении роста активов и капитала существенно снизилась рентабельность банковского бизнеса по сравнению с предыдущим годом. Показатель ROA<sup>1</sup> на 1 января 2021 г. составил 1,4% (годом ранее – 1,9%), показатель ROE<sup>2</sup> – 15,1% (годом ранее – 17,9%).

Основная причина относительного падения уровня прибыли и рентабельности – снижение маржинальности банковских операций, вызванное падением процентных ставок. Особенно заметно данное обстоятельство проявилось во II квартале 2020 г., когда давление Банка России способствовало снижению процентных ставок на рынке розничного и корпоративного кредитования, в то время как в банковских портфелях сохранялось относительно дорогое фондирование по средне- и долгосрочным вкладам и депозитам (рис. 66), при этом многие банки в условиях конкуренции для пополнения ресурсной базы и удержания клиентов предлагали повышенные ставки по накопительным счетам.



**Рис. 66. Динамика прибыли и активов банковского сектора в 2020 г. (млрд руб.)**

Источник: Статистический бюллетень Банка России, 2020–2021 гг.

- 1 ROA (Return on assets) – рентабельность активов, отношение чистой прибыли к совокупным активам кредитной организации.
- 2 ROE (Return on equity) – рентабельность капитала, отношение чистой прибыли к собственным средствам (капиталу) кредитной организации.

Другим фактором снижения банковской прибыли стал рост резервов на возможные потери по кредитам и другим активным операциям в условиях рыночной нестабильности и ожидаемого снижения платежеспособности кредиторов. Несмотря на регуляторные послабления со стороны ЦБ РФ, банки продолжили наращивать расходы на формирование резервов одновременно с ростом объемов кредитования. Так, например, согласно отчетности по МСФО, за девять месяцев 2020 г. у Сбербанка показатель чистого процентного дохода с учетом созданного резерва снизился на 13,5% по сравнению с показателем годичной давности<sup>1</sup>, у Альфа-банка соответствующий показатель сократился на 16,2%<sup>2</sup>, у ВТБ снижение составило 23,8%<sup>3</sup>.

Высокая волатильность валютного рынка и падение курса рубля способствуют поддержанию положительного финансового результата банковского сектора. Одним из главных факторов роста банковских доходов в период пандемии стал чистый доход по операциям с иностранной валютой и драгоценными металлами и их переоценке. За год данный показатель вырос на 257,8% (за 2019 г. зафиксировано его снижение на 11,9%).

Банки продолжают осваивать технологии оптимизации бизнес-процессов в целях сокращения административных и управленческих расходов. В 2020 г. зафиксированы кардинальные изменения в динамике расходов, связанных с обеспечением деятельности кредитных организаций. Данный вид расходов включает расходы на содержание персонала, расходы по операциям с основными средствами, организационные и управленческие расходы, а также прочие виды расходов неоперационного характера (судебные издержки, списание недостач, благотворительность и т.д.). По итогам года данный вид расходов повысился всего на 1,4% относительно соответствующего показателя предыдущего года (за 2019 г. – повышение на 8,1%). В наибольшей степени сокращение затронуло организационные и управленческие расходы (на 13,4%) и прочие расходы (на 15,5%). Таким образом, управление затратами в целях повышения операционной эффективности становится одним из способов сохранения высокого уровня банковской рентабельности в условиях низких процентных ставок. Показатель отношения административно-управленческих расходов к операционному доходу (cost-to-income ratio, CIR) продолжает снижаться и по итогам года в целом по банковскому сектору должен составить менее 40% (у Сбербанка в середине 2020 г. CIR снизился до 27,2%<sup>4</sup>). Данное обстоятельство говорит о достаточно высокой операционной эффективности российских банков по сравнению с европейскими: во Франции показатель CIR выше 60%, в Германии – выше 70%.

1 URL: [https://www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/info/ifrs2020/20/20209mruifrs9m\\_presentation.pdf](https://www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/info/ifrs2020/20/20209mruifrs9m_presentation.pdf)

2 URL: [https://alfabank.ru/f/3/about/annual\\_report/msfo/MSFO\\_20\\_3.pdf](https://alfabank.ru/f/3/about/annual_report/msfo/MSFO_20_3.pdf)

3 URL: <https://www.vtb.ru/-/media/Files/aktzioneram-i-investoram/finansovaya-informatsiya/msfo/ezhekvartalnye/2020/rus/3q/3q2020-ifrs-results-rus.pdf>

4 URL: [https://www.sberbank.ru/en/press\\_center/all/article?newsID=f88d5580-c1dd-4fa7-9067-935f189abd09&blockID=1539&regionID=77&lang=en&type=NEWS](https://www.sberbank.ru/en/press_center/all/article?newsID=f88d5580-c1dd-4fa7-9067-935f189abd09&blockID=1539&regionID=77&lang=en&type=NEWS)

Как уже отмечалось в наших публикациях<sup>1</sup>, в условиях обострения кредитных рисков, а также мер ЦБ РФ, направленных на снижение рыночных процентных ставок (снижение ключевой ставки), банки вынуждены смещать фокус в сторону наращивания операций, приносящих комиссионные доходы. После падения комиссионных доходов в первой половине 2020 г. в III квартале тенденция изменилась и рост доходов возобновился: наиболее существенный прирост зафиксирован по доходам от операций доверительного управления имуществом (прирост на 117,5% по сравнению с показателем на конец 2019 г.), от оказания посреднических услуг по брокерским и аналогичным договорам (прирост на 28,1%), от операций по выдаче банковских гарантий и поручительств (прирост на 29,0%). Общий прирост суммарного объема комиссионных доходов за три квартала составил 9,7% (в предшествующем году – прирост на 13,8%).

Постепенная переориентация банков на комиссионные операции привела к тому, что по итогам 2020 г. чистый комиссионный доход банков, специализирующихся на расчетных и посреднических операциях, превысил уровень чистого процентного дохода с учетом созданного резерва.

Поддержание стабильного уровня прироста комиссионных доходов определяют несколько факторов:

- увеличение доли безналичных платежей в расчетах при поддержании достаточно высоких ставок эквайринга<sup>2</sup>;
- распространение системы дистанционного банковского обслуживания (мобильный кошелек, телефонный SMS-банкинг, системы электронного документооборота и т.д.);
- рост спроса на брокерские услуги (сделки с финансовыми активами на биржевых и внебиржевых российских и международных рынках).

В течение ближайшего времени не следует ожидать существенного повышения маржинальности банковского сектора. Ставки как по кредитам, так и по депозитам при отсутствии макроэкономических и политических шоков будут оставаться на стабильно низком уровне. Решающее влияние на финансовые результаты будет оказывать качество кредитного портфеля, т.е. уровень просроченной задолженности, а также необходимость осуществления дополнительного резервирования после отмены послаблений ЦБ РФ. Вероятно, банки будут стремиться компенсировать снижение процентных доходов наращиванием операций, приносящих комиссионные доходы. Этот процесс может ускориться при интенсивном проникновении банков в небанковские сервисы, при дальнейшем развитии системы дистанционного обслуживания, при продвижении услуг маркетплейса для граждан и юридических лиц.

### 3.3.2. Кредитование юридических лиц

После введения ограничительных мер в связи с распространением коронавирусной инфекции Центральный банк РФ осуществил комплекс

---

1 URL: <https://www.iep.ru/ru/doc/35607/finansovye-rezultaty-rossiyskikh-bankov-v-yanvare-avguste-2020-goda.pdf>

2 Данный вид услуг включает подключение, установку и обслуживание платежных терминалов, Интернет и мобильный эквайринг, подключение ApplePay и GooglePay и пр.

регуляторных мер, способствующих снижению расходов банков на формирование резервов и стимулирующих льготное кредитование. Действия Банка России, а также запас прочности банковской системы с точки зрения обеспеченности ликвидностью и капиталом позволили избежать повторения кредитных шоков 2008 и 2014 гг. и нарастить объемы корпоративного кредитования.

Рост активности на рынке корпоративного кредитования в период пандемии обусловлен тремя основными факторами:

- необходимостью компенсации снижения денежных потоков и возможных непредвиденных расходов компаний в условиях стагнации деловой активности;
- валютной переоценкой, вызванной падением курса рубля;
- комплексом мер регулятора, направленных на поддержку целевого кредитования банками корпоративных клиентов.

Совокупная кредитная задолженность корпоративных заемщиков<sup>1</sup> перед российскими банками на 1 января 2021 г. достигла 44,8 трлн руб. Прирост за 2020 г. составил 5,8 трлн руб., или 14,8%. Таким образом, темпы прироста корпоративного кредитования существенно превышают показатели предыдущего года (рис. 67). Годом ранее корпоративный кредитный портфель российских банков за аналогичный период вырос всего на 1,0 трлн руб., или на 2,6%.

Рублевый портфель корпоративных кредитов с начала года вырос на 11,4% и составляет 33,1 трлн руб., или 74,0% от общего объема корпоративной задолженности. Годом ранее прирост рублевого портфеля был равен 8,2%, а его доля в совокупном кредитном портфеле – 76,3%.

Валютный портфель в прошедшем году вырос преимущественно за счет изменения курса рубля, прирост на 1 января 2021 г. составил 25,5%. В 2019 г.

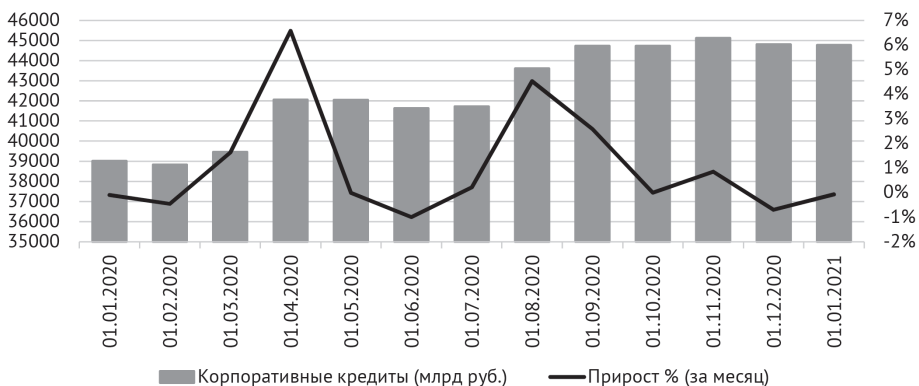


Рис. 67. Динамика корпоративного кредитования в 2020 гг.

Источник: Банк России. URL: [https://cbr.ru/banking\\_sector/statistics/](https://cbr.ru/banking_sector/statistics/)

<sup>1</sup> Включая нефинансовые, финансовые организации, индивидуальных предпринимателей и предприятия нерезидентов.

вследствие укрепления рубля было зафиксировано снижение данного показателя на 12,9%.

Срочная структура портфеля кредитов за год претерпела некоторые изменения. В рублевом портфеле доля краткосрочных кредитов (до 1 года, включая кредиты до востребования) в начале 2020 г. составляла примерно 75,8% от общего объема, в октябре данный показатель снизился до 66,2%. Валютный портфель продемонстрировал противоположную тенденцию: доля краткосрочных ссуд в долларах повысилась с 69,6% на начало года до 91,1% в октябре.

Краткосрочные проинфляционные риски в начале пандемии практически не оказали негативного влияния на стоимость кредитования в рублевом сегменте: небольшое повышение было зафиксировано в апреле в период самоизоляции, однако в последующие месяцы по мере стабилизации инфляционных ожиданий бизнеса и денежно-кредитного регулирования ЦБ РФ (снижение ключевой ставки) процентные ставки уверенно снижались, достигнув исторического минимума. К концу года наблюдалось небольшое повышение. В валютном сегменте ставки были подвержены колебаниям из-за нестабильности валютного рынка, тем не менее тенденция к снижению ставок также имела место (рис. 68).

Отраслевая структура корпоративных кредитов существенно не изменилась. По объему задолженности лидирует обрабатывающая промышленность (22,2% в общем объеме кредитного портфеля российских банков), на долю сельского хозяйства приходится 6,2%, добывающая промышленность занимает долю в 5,9%. По итогам 2020 г. темпы роста задолженности выше среднего были отмечены в добывающей промышленности (прирост с начала года – 33,9%), а также в сфере операций с недвижимым имуществом (21,0%). Снижение зафиксировано в сфере оптовой и розничной торговли (-9,8%).

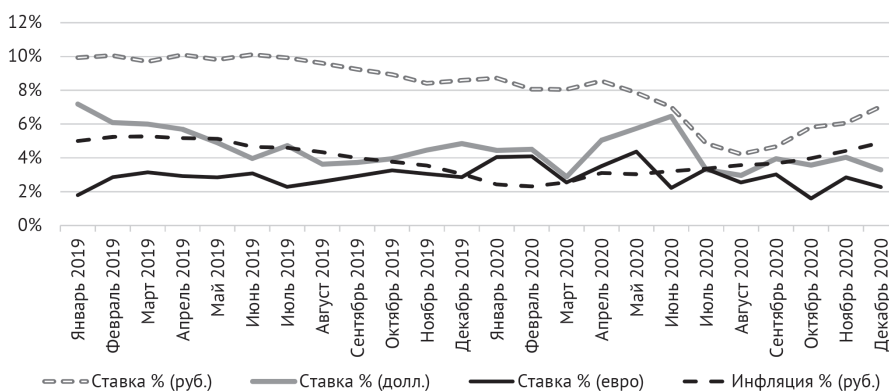


Рис. 68. Ставки на рынке корпоративного кредитования (от 6 мес. до 1 года)

Источник: Банк России. URL: [https://cbr.ru/statistics/bank\\_sector/int\\_rat/](https://cbr.ru/statistics/bank_sector/int_rat/)



Несмотря на принятые ЦБ РФ меры, связанные с поддержкой в виде льготного кредитования предприятий уязвимых отраслей, многие сферы деятельности испытали серьезные трудности в привлечении банковских кредитов и были вынуждены снизить объемы заимствований. На 1 января 2021 г. у 26 классов ОКВЭД-2 (32,1% от всех видов деятельности) наблюдалось снижение задолженности по банковским кредитам. Наиболее существенное падение объемов зафиксировано по классам ОКВЭД-2: 65 «Страхование, перестрахование, деятельность негосударственных пенсионных фондов, кроме обязательного социального обеспечения» (снижение на 82,1% относительно задолженности на начало года); 53 «Деятельность почтовой связи и курьерская деятельность» (снижение на 62,4%); 74 «Деятельность профессиональная научная и техническая прочая» (снижение на 55,4%).

Самые высокие показатели приращения кредиторской задолженности среди отраслей были отмечены по классам: 09 «Предоставление услуг в области добычи полезных ископаемых» (прирост на 284,7%); 78 «Деятельность по трудоустройству и подбору персонала» (прирост на 236,8%); 90 «Деятельность творческая, деятельность в области искусства и организации развлечений» (прирост на 205,3%).

В сложившейся ситуации сложно дать адекватную оценку качеству кредитного портфеля. На 1 января 2021 г. уровень просроченной задолженности составил 7,1% от совокупного объема кредитования. Год назад данный показатель также составлял 7,1%, однако сделать вывод о стабильном состоянии качества кредитного портфеля однозначно нельзя. Такое чисто внешнее улучшение связано с процессом реструктуризации кредитной задолженности и предоставлением кредитных каникул. Согласно информации<sup>1</sup>, полученной от 33 кредитных организаций, в период с 20 марта 2020 г. по 1 января 2021 г. объем реструктурированной ссудной задолженности (в том числе субъектов МСП на сумму 853,5 млрд руб.) превысил 6,2 трлн руб., или 13,9% от совокупного портфеля банков.

Финансовый кризис, вызванный пандемией, привел к нетипичному росту банковских корпоративных портфелей. В целом уровень долговой нагрузки отечественного бизнеса соответствует уровню стран с формирующимися рынками. Однако в России значительная часть корпоративной задолженности приходится на небольшое количество крупных заемщиков, которые обслуживаются в крупных банках. Высокая концентрация корпоративных обязательств может стать источником системного риска для кредитного сектора, а значит, банкам стоит пересмотреть и скорректировать в консервативную сторону требования к финансовым метрикам и риск-моделям. В ближайшие месяцы следует ожидать возможную реализацию кредитных рисков, важной задачей для банковского риск-менеджмента является своевременная идентификация проблемных заемщиков и проведение комплекса мероприятий для возмещения потерь.

1 URL: [https://cbr.ru/Collection/Collection/File/31944/drknb\\_15\\_2021.pdf](https://cbr.ru/Collection/Collection/File/31944/drknb_15_2021.pdf)

На начальном этапе пандемии ЦБ разработал меры поддержки предприятий потенциально уязвимых отраслей, предприятий медицинской отрасли, особое внимание было уделено поддержке малого и среднего бизнеса.

В марте с началом введения карантинных мер Банк России расширил специальную программу рефинансирования МСП, установив лимит программы на уровне 500 млрд руб. и снизив ставку с 6 до 4%, в том числе было выделено 150 млрд руб. для кредитования субъектов МСП в целях поддержки занятости. Кредиты в рамках данного механизма предоставляются на срок 1 год по ставке 4%. Для банков с высоким кредитным рейтингом кредиты предоставляются без обеспечения.

В качестве дополнительной меры была снижена процентная ставка в рамках уже действующего механизма рефинансирования под поручительства АО «Корпорация МСП» с 6 до 4%, сняты отраслевые ограничения. При этом конечная ставка для заемщика не должна превышать 8,5%.

С 27 апреля 2020 г. процентная ставка по кредитам Банка России, направленным на поддержку кредитования субъектов МСП, в том числе на неотложные нужды для поддержки и сохранения занятости, снижена с 4 до 3,5%, а с 22 июня 2020 г. – до 2,5% годовых.

Было принято решение о неухудшении оценки финансового положения заемщика и/или качества обслуживания долга по кредитам, реструктурированным в связи с пандемией (предприятия уязвимых отраслей). Впоследствии данные регуляторные послабления были распространены на предприятия всех отраслей при условии, что предоставленные кредиты классифицированы на 1 марта 2020 г. не хуже, чем во II категорию качества. Банкам дается право сформировать резервы по корпоративным кредитам, реструктурированным до 30 сентября 2020 г., в срок до 1 апреля 2021 г.

### 3.3.3. Кредитование физических лиц

Общая задолженность физических лиц по кредитам выросла на 13,6% и на 1 января 2021 г. составила 20,0 трлн руб. В 2019 г. прирост был несколько выше – 18,5%. Рублевый портфель вырос на 13,6% (в 2019 г. – прирост на 18,8%), валютный портфель в рублевом эквиваленте вырос на 13,9% (в 2019 г. было зафиксировано снижение на 25,4%).

В секторе потребительского кредитования и автокредитования негативное воздействие кризиса было весьма ощутимым, однако, несмотря на падение потребительского спроса, был зафиксирован прирост соответственно на 8,8 и 7,9%. Наиболее существенное снижение объемов наблюдалось на рынке необеспеченного кредитования, по которым банки продолжали поддерживать высокую маржинальность, несмотря на смягчение денежно-кредитной политики ЦБ РФ. В целом в течение года наблюдалась устойчивая тенденция снижения ставок (*рис. 69*).

- В условиях пандемии меры ЦБ РФ были направлены на защиту интересов:
- граждан, пострадавших от эпидемии и утративших возможность обслуживать задолженность;

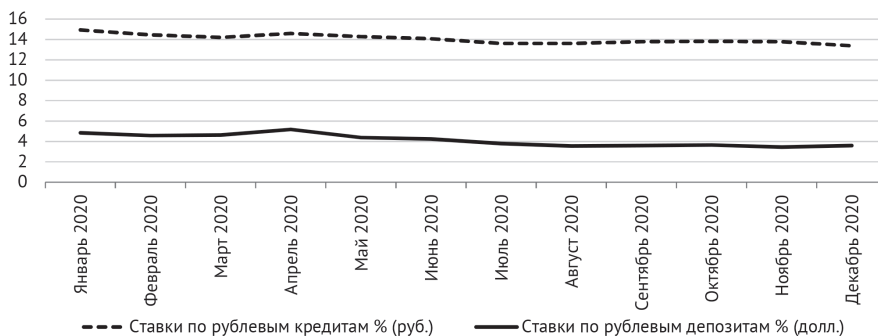


Рис. 69. Динамика процентных ставок по операциям с населением (кредиты и вклады на срок от 6 месяцев до 1 года) в 2020 г.

Источник: Банк России. URL: [https://cbr.ru/statistics/bank\\_sector/int\\_rat/](https://cbr.ru/statistics/bank_sector/int_rat/)

- граждан, столкнувшихся с сокращением доходов после введения режима самоизоляции;
- кредитных организаций в связи с повышением кредитных рисков.

В связи с этим Центральный банк принял следующие решения:

- при подтверждении наличия коронавирусной инфекции у заемщика рекомендовать банкам, микрофинансовым организациям и кредитным потребительским кооперативам принимать меры по отсрочке платежей по кредиту. Такие меры могут включать различные схемы реструктуризации, отсрочки по погашению тела кредита и процентов, кредитные каникулы, а также отмену штрафов и пени по кредитам;
- заемщикам – физическим лицам, оказавшимся в сложной жизненной ситуации, предоставлена возможность воспользоваться кредитными каникулами, т.е. отложить платежи по кредитам на срок до 6 месяцев с 1 апреля по 1 октября 2020 г. Согласно рекомендациям ЦБ РФ, заемщик может направить требование о предоставлении каникул, и банк обязан рассмотреть его в пятидневный срок. В связи с этим Банк России направил рекомендации по порядку расчета снижения дохода заемщика в период пандемии, а также рекомендовал кредиторам реструктурировать кредиты по собственным методикам.

В целях поддержки кредитования ЦБ РФ в апреле распустил накопленный макропруденциальный буфер капитала и снизил надбавки по вновь предоставляемым кредитам.

Для формирования кредиторами единообразных подходов к информированию граждан об условиях кредитных каникул, более акцентированного разграничения государственной программы от собственных программ реструктуризации, а также для предупреждения нарушений прав заемщиков Банк России направил кредиторам Информационное письмо от 15 мая 2020 г. № ИН-06-59/89. В нем рекомендовано информировать заемщиков обо всех существующих вариантах реструктуризации, а также о порядке начисления

процентов и возвращения к графику платежей, обо всех правилах и особенностях оформления различных видов кредитных каникул, отсрочек и льгот. Это давало заемщику возможность оценить разницу между альтернативными способами реструктуризации и выбрать наиболее оптимальный для себя вариант. В случае отказа об удовлетворении требований заемщика о реструктуризации кредиторам рекомендовалось информировать должника о причинах такого решения.

Для снижения негативных последствий ослабления рубля и в связи с возможными колебаниями валютного курса Банк России разрешил в период до 30 сентября 2020 г. проводить реструктуризацию долга по изменению валюты кредита с иностранной на российскую, если заемщик обратился с соответствующим заявлением в банк.

Ухудшение финансового положения большинства заемщиков негативно сказывалось на их кредитной истории и возможности осуществлять заимствования в будущем. В связи с этим ЦБ РФ рекомендовал кредитным организациям и бюро кредитных историй не ухудшать оценку кредитоспособности заемщика, если причина реструктуризации его задолженности была связана с распространением коронавирусной инфекции. Данное предписание касалось всех видов реструктуризации как в соответствии с рекомендациями ЦБ РФ, так и в рамках собственных программ кредитных организаций.

В середине апреля после продления режима самоизоляции Банк России предоставил банкам возможность не увеличивать резервы по кредитам заемщикам, у которых ухудшилось финансовое положение вследствие пандемии, а также по всем реструктурированным кредитам. Это решение позволило снизить нагрузку на капитал кредитных организаций. Банк России предоставил банкам временное право отложить создание дополнительных резервов, ожидая, что большая часть заемщиков сможет вернуться к нормальному обслуживанию долга, а те реструктуризации, которые окажутся проблемными, будут банками постепенно зарезервированы.

Просроченная задолженность выросла на 22,0% (за 2019 г. прирост составил 0,5%) и достигла значения 932,4 млрд руб., однако ее доля в кредитном портфеле с начала года возросла несущественно – на 0,4% до 4,7% (на 1 января 2020 г. доля просроченной задолженности соответствовала значению 4,3%).

Существенно возросли резервы по ссудам, с начала года их рост составил 15,3% (аналогичный показатель предыдущего года – 2,4%), что свидетельствует об ожиданиях ухудшения финансового положения части заемщиков в ближайшей перспективе.

К концу 2020 г. ситуация в банковском розничном секторе существенно улучшилась по сравнению с началом пандемии. При этом спад экономики и сокращение реальных доходов граждан приводят к реализации кредитных рисков. Принятые ЦБ РФ регуляторные послабления способствовали реструктуризации кредитов, дали возможность части заемщиков восстановить свое финансовое положение, а также обеспечили стабильность банковских вкладов. Выход из послаблений во многом зависит от эпидемиологических

факторов и будет осуществляться в течение продолжительного периода времени. Однако постепенная отмена временных мер необходима для адекватной оценки рисков и восстановления финансовой устойчивости.

#### 3.3.4. Ипотечное кредитование

Несмотря на спад деловой активности, вызванный пандемией коронавируса, 2020 г. стал рекордным для российского рынка ипотечного жилищного кредитования (ИЖК). Всего за истекший год кредитными организациями выдано 1,71 млн ипотечных кредитов, таким образом, прирост относительно 2019 г. (выдано 1,27 млн кредитов) составил 34,9%, относительно рекордного 2018 г. (выдано 1,47 млн кредитов) – прирост 16,4%. Объем предоставленных кредитов в истекшем году достиг значения 4,30 трлн руб. (прирост на 50,8% от уровня 2019 г. и на 42,6% от уровня 2018 г.).

По итогам 2020 г. общий объем задолженности граждан по ипотечным кредитам превысил 9 трлн руб. Годовой прирост задолженности по кредитам составил 21,4%, в 2019 г. – 17,1%, в 2018 г. – 23,9%. Совокупная доля предоставленных ипотечных кредитов была равна 45,2% от общего портфеля банковских ссуд, выданных физическим лицам. Таким образом, доля ипотечных кредитов в общем портфеле за год выросла, на начало 2020 г. она составляла 42,3%.

Важным фактором роста ипотечного рынка остается рефинансирование кредитов. На конец 2020 г. оно достигло 13,7% от общего объема ипотечного кредитования (в 2019 г. объемы рефинансирования составляли 6,8%).

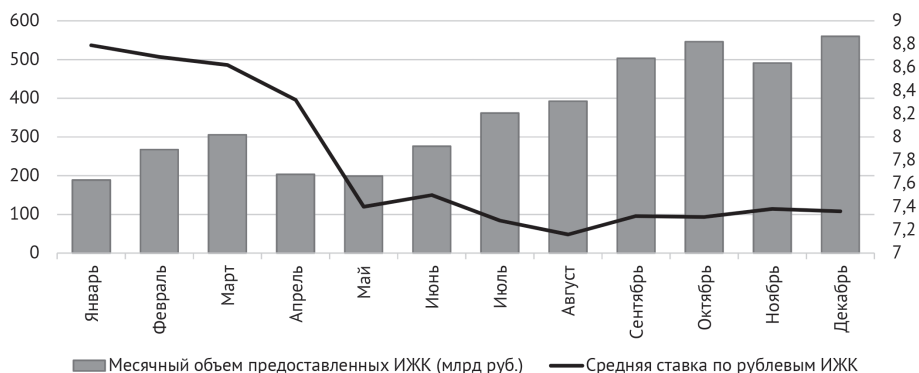
Ипотечное кредитование остается самым качественным сегментом кредитования физических лиц, просроченная задолженность находится на стабильно низком уровне: на конец года доля просроченной задолженности по ипотечным кредитам составила всего 0,8% (на конец 2019 г. уровень просрочки – 0,9%, на конец 2018 г. – 1,0%), в то время как по другим кредитам населения просрочка равна 7,8%. Доля неработающих кредитов (NPL 90+) зафиксирована на уровне 1,4%<sup>1</sup>, она практически не изменилась за год.

Валютные ипотечные кредиты практически не пользуются спросом у потребителей. Задолженность в иностранной валюте на конец года составила 16,1 млрд руб., или около 0,2% от общего объема задолженности по ИЖК, снизившись за год на 24,6%. Качество кредитного портфеля существенно уступает рублевому кредитованию: уровень просроченной задолженности на конец истекшего года составил 39,9%.

По-прежнему неизменными сохраняются тенденции увеличения среднего срока кредитования: в декабре 2020 г. средневзвешенный срок предоставленных кредитов составил 225,1 месяца, увеличившись за год на 6,7 месяца, или на 3,0%.

Рекордные показатели ипотечного рынка в 2020 г. во многом достигнуты благодаря снижению рыночных процентных ставок (рис. 70) и запуску

<sup>1</sup> В отличие от суммы просроченной задолженности, не выплаченной банку, данный показатель учитывает общий объем ссуд, по которым не производились платежи в течение более 90 дней.



*Рис. 70.* Динамика ежемесячных объемов кредитования и процентных ставок на рынке ипотечного жилищного кредитования в 2020 г.

*Источник:* Сведения о рынке ипотечного жилищного кредитования в России // Информационный бюллетень № 8. Статистические показатели 01.01.2018 – 01.01.2021.

льготной программы «6,5%». Средняя процентная ставка по рублевым кредитам снизилась до значения 7,36%, год назад она составляла 9,68%. В валютном сегменте сделки заключались в октябре – ноябре прошедшего года по ставке 5%.

Благодаря действию целого ряда льготных ипотечных программ («льготная ипотека 6,5%», «семейная ипотека», «дальневосточная ипотека») уровень ставок по кредитам на первичном рынке (жилье в новостройках) остается примерно на 2 п.п. ниже, чем на вторичном рынке (готовое жилье). Тем не менее основной рост ипотечного кредитования по-прежнему во многом обеспечивается высоким спросом на вторичном рынке. В общем объеме ИЖК 71,7% всех выдач приходится на покупку готового жилья.

Первоначально госпрограмма льготной ипотеки должна была действовать до 1 ноября 2020 г., но в конце октября была продлена до 1 июля 2021 г.

Ипотечное кредитование оказалось менее подвержено шокам пандемии (реструктурировано 3,1% задолженности), в том числе благодаря своевременному запуску государственной программы по субсидированию процентной ставки до 6,5%. Уже в III квартале 2020 г. ипотека стала драйвером роста розничного кредитования, чему также способствовал переход Банка России к более мягкой денежно-кредитной политике.

Снижение ипотечных ставок за счет как смягчения денежно-кредитной политики Банка России, так и запуска льготных программ стимулировало спрос на жилье и ипотеку. При этом беспрецедентный рост ипотечного кредитования не привел к образованию «пузыря», ипотечное кредитование остается наиболее качественным сегментом рынка кредитования физических лиц.

Несмотря на реализацию антикризисных мер, главным событием 2020 г. стало фактическое завершение перехода финансирования жилищного

строительства на новую модель, обеспечивающую полную государственную гарантию для граждан, вкладывающих свои деньги в жилье на стадии строительства. В декабре 2020 г. объем жилья, строящегося с использованием счетов эскроу, превысил объем жилья, строящегося по старым правилам. Переход жилищного строительства на проектное финансирование позволил избежать проблемы обманутых дольщиков даже в самые тяжелые месяцы периода самоизоляции, когда строительство и продажи жилья во многих регионах России фактически остановились. В итоге с начала реформы ни разу не зафиксировано проблемных ситуаций с использованием счетов эскроу. Новая схема финансирования строительства решила проблему недостроя, которая раньше была одной из главных и болезненных в сфере жилищного строительства.

В начале ноября 2020 г. вступил в силу Федеральный закон от 9 ноября 2020 г. № 368-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации», которым были внесены многочисленные изменения в законодательство о налогах и сборах. Данным законом был урегулирован важнейший вопрос налогообложения для застройщиков долевого строительства – возможность признания средств на эскроу-счетах целевым финансированием. Это позволит большинству застройщиков безопасно исключать из налоговой базы средства, поступившие на счета эскроу, и облагать налогом только разницу – превышение средств, полученных от дольщика, над затратами по строительству объекта долевого строительства, переданного этому дольщику по акту.

Согласно статистике ЦБ РФ<sup>1</sup>, по состоянию на 1 января 2021 г.:

- открыто более 303 тыс. счетов эскроу в рамках долевого строительства жилья;
- объем денежных средств, размещенных на этих счетах дольщиками, превысил 1,19 трлн руб. – в 8,5 раза больше, чем по итогам 2019 г.;
- 126,7 млрд руб. со счетов эскроу по завершённым проектам строительства в 64 субъектах Федерации уже раскрыты, т.е. перечислены застройщикам или направлены на погашение полученных ими кредитов на строительство объектов;
- общее количество действующих кредитных договоров, заключенных банками и застройщиками, составило 2242 на сумму 2,72 трлн руб., что примерно на 200% больше, чем годом ранее.

Таким образом, новая схема проектного финансирования, на которую была официально переведена отрасль с 1 июля 2019 г., стремительными темпами охватывает строительство жилья по всей стране.

Несмотря на положительную динамику рынка и относительно высокое качество совокупного кредитного портфеля, в конце 2020 г. проявился также ряд нежелательных эффектов, в частности, высокий рост стоимости жилья – за 9 месяцев 2020 г. рост составил около 10,5%, что существенно выше инфляции и усугубляется сокращением доходов населения, а это в значительной степени нивелирует выгоду для заемщиков от более низких ставок.

1 URL: <https://cbr.ru/analytics/finansirovanie-dolevogo-stroitelstva/2021-01-01/>

Во второй половине года участились сделки рефинансирования кредитов по схеме *top up*, когда при снижении процентной ставки имеет место рост суммы основного долга. В 2007 г. эта практика стала одной из причин ипотечного кризиса в США. В I квартале разница между величиной нового и старого кредита (*top up*) соответствовала 3,8%, к III кварталу разница выросла до 5,6%.

Кроме того, банки стали чаще предоставлять кредиты с низким (менее 20%) первоначальным взносом: 35% от выдач в III квартале 2020 г. по сравнению с 28% во II квартале 2020 г. Причем в сегменте кредитования на покупку жилья на первичном рынке (льготы распространяются именно на эту часть) эта доля выросла еще больше: с 24 до 40%.

Намерения граждан сохранить свои накопления в условиях обесценения рубля, низких ставок по банковским вкладам и отсутствия определенности с дальнейшим развитием кризиса привели к вымыванию ликвидного предложения с рынка.

Форсированный рост объемов ипотечного кредитования в условиях экономической и социально-политической турбулентности может спровоцировать кризис на рынке жилья, повышение кредитных рисков и инспирировать негативные макроэкономические последствия. Опыт многих стран показывает, что первоначальный эффект повышения доступности ипотечного финансирования за счет снижения уровня процентных ставок в конечном счете часто приводит к обратному эффекту – к снижению ценовой доступности жилья. В связи с этим главной макроэкономической задачей, способствующей росту высокого уровня доступности жилья, должно стать обеспечение высокого и устойчивого роста реальных доходов населения, который, как минимум, должен быть приведен в соответствие с ростом цен на жилье.

### 3.3.5. Ресурсы банковской системы

Ресурсы кредитных организаций по-прежнему формируются в первую очередь за счет клиентов (физических и юридических лиц). Доля средств клиентов на 1 января 2021 г. составила 71,2% от совокупных пассивов банковской системы (год назад – 71,4%).

Наиболее значимыми для банков ресурсами остаются средства физических лиц<sup>1</sup> (32,7% от объема банковских пассивов), депозиты юридических лиц<sup>2</sup>, за исключением кредитных организаций (23,5%), средства организаций на расчетных счетах<sup>3</sup> (14,9%), привлеченные кредиты банков, в том числе Банка России (12,0%). Доля собственного капитала составила 10,3%.

Общий объем депозитов физических лиц к концу 2020 г. достиг 32,8 трлн руб., прирост в абсолютном выражении за истекший год составил 2,4 трлн руб., или 10,9% (в 2019 г. прирост – 2,0 трлн руб., или 6,9%).

---

1 Включая вклады, средства на счетах, а также счета эскроу физических лиц по договорам участия в долевом строительстве.

2 В том числе государственных организаций.

3 Включая средства в расчетах, средства по брокерским, факторинговым и форфейтинговым операциям.



Ускорение темпов прироста депозитов физлиц в прошедшем году связано с падением курса рубля. Прирост общего объема во многом обеспечен приращением валютных вкладов на 13,8% (по итогам 2019 г. – снижение на 2,2%). Средства в рублях выросли на 6,5% (в 2019 г. – прирост на 9,3%). Однако с учетом динамики курса доллара (укрепления рубля в 2019 г. и его девальвации в 2020 г.) в истекшем году зафиксировано падение долларового эквивалента вкладов в иностранной валюте на 7,9%, в то время как за 2019 г. аналогичный показатель, напротив, повысился на 9,8%.

Уровень долларизации<sup>1</sup> вкладов населения в целом остается умеренным, за год доля валютных вкладов в общем объеме средств физических лиц выросла до 25% (на конец прошлого года – 19,6%). Однако данное повышение обусловлено в первую очередь ослаблением рубля.

Одним из важнейших событий 2020 г. на рынке депозитов физических лиц стало принятие закона<sup>2</sup>, определившего новый порядок взимания налога со вкладов физических лиц. До введения нового порядка налогообложению подлежали рублевые вклады, проценты по которым превышали ключевую ставку ЦБ РФ на 5 п.п., а также валютные вклады со ставкой выше 9%. Согласно новым правилам, НДФЛ в размере 13% уплачивается в случае, если общая сумма процентов по всем вкладам превысит необлагаемый минимум, который зависит от текущего значения ключевой ставки Банка России, и определяется по формуле:

$$1\ 000\ 000\ \text{руб.} \times \text{Ключевая ставка ЦБ РФ на 1 января.}$$

Банки после окончания года до 1 февраля должны передать в ФНС данные по сумме процентов, которые были зачислены на счета граждан. На основании этих данных налоговые органы суммируют все процентные доходы по вкладам и рассчитают годовой размер НДФЛ. Впервые уплатить этот налог граждане должны будут только в 2022 г. (не позднее 1 декабря 2022 г.) на основании налоговых уведомлений, которые поступят от налогового органа.

В 2020 г. под влиянием политики Банка России и снижения процентных ставок преобладала тенденция перераспределения сбережений населения из срочных вкладов в накопительные счета. В первой половине года многие граждане формировали запасы наличных в начале периода ограничительных мер, однако в середине года по мере стабилизации ситуации и постепенного восстановления доходов уровень депозитов стабилизировался. Вместе с тем процессу перетока средств способствовали сами банки, предлагая более привлекательные ставки по накопительным счетам. На конец года общий объем срочных вкладов физических лиц достиг 21,2 трлн руб., годовой отток со счетов срочных вкладов составил 1,68 трлн руб., или 7,3%, в то время как средства на текущих счетах (без учета средств на счетах эскроу) выросли на 4,1 трлн руб., или на 54,5%, до 11,6 трлн руб., депозиты до востребования и краткосрочные вклады сроком до 30 дней выросли на 25,3%.

1 Учитываются все вклады в иностранных валютах.

2 Федеральный закон от 1 апреля 2020 г. № 102-ФЗ.

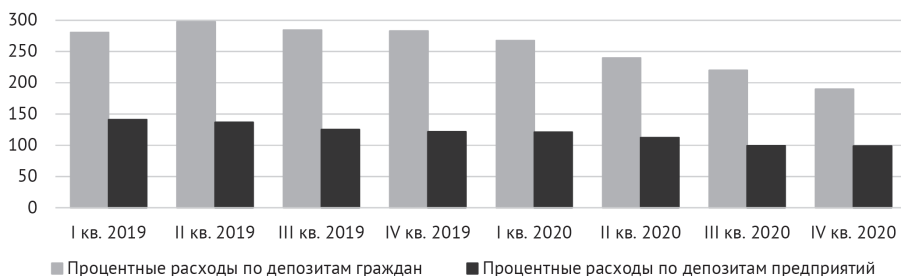
К концу года, несмотря на рост инфляции, падение реальных располагаемых доходов населения и ухудшение динамики зарплат, граждане России инвестировали в валюту и увеличивали сбережения. В то же время наблюдалось некоторое оживление интереса населения к инвестициям в недвижимость и операциям на фондовом рынке. По итогам 2020 г. банковские доходы от оказания посреднических услуг по брокерским и аналогичным договорам гражданам и физическим лицам – нерезидентам выросли на 144,4%, в 2019 г. прирост данного показателя составил всего 31,1%. Рост спроса на паи ПИФов со стороны розничных инвесторов был обусловлен как снижением ставок по вкладам, так и положительной доходностью фондов. На конец III квартала общее количество зарегистрированных ПИФов выросло на 4,6% с начала 2020 г., прирост активов за аналогичный период составил 7,7%.

Другой важнейший компонент ресурсной базы российских банков – средства корпоративных клиентов – за 2020 г. увеличился на 6,9 трлн руб., или на 21,0%, достигнув уровня 39,6 трлн руб. Темп прироста средств на счетах существенно возрос в прошедшем году, в 2019 г. прирост составил 0,6 трлн руб., или 2,0% за год. Прирост средств в рублевом сегменте составил 14,6%, в валютном – 37,8%. Доля валютных средств в общем объеме за год выросла с 27,6 до 31,4%.

Уровень процентных ставок по рублевым депозитам юридических и физических лиц снизился в среднем на 27–30% (снижение в 2019 г. составило примерно 15–18%), главная причина – политика дешевых денег ЦБ РФ и меры, направленные на увеличение объемов льготного кредитования, которое стимулировало банки снижать депозитные ставки для поддержания стабильного уровня процентной маржи. Снижение процентных ставок отразилось на динамике процентных расходов банков по депозитам физических и юридических лиц, которые снижались на протяжении 2020 г. (*рис. 71*).

Ставки по валютным вкладам (доллар, евро) незначительно колебались с преобладанием понижательной тенденции, в течение всего года они находились в диапазоне ниже 1%. В конце 2020 г. некоторые банки (в частности, Альфа-банк, Газпромбанк, банк «Санкт-Петербург») ввели новые правила обслуживания счетов в европейской валюте, которые вступили в силу с 1 января 2021 г. Согласно новым правилам банки взимают ежемесячную комиссию за ведение счета в евро. Тарифы могут устанавливаться в процентах от остатка на вкладе или в виде твердой комиссии в абсолютном выражении. Таким образом, расходы клиента – физического лица за обслуживание счета в банке могут превысить полученный процентный доход, что фактически равносильно введению отрицательной процентной ставки. Такая политика банков обусловлена тем, что Европейский центральный банк установил отрицательную ставку по вкладам в евро в качестве антикризисной меры (вследствие чего пассивы в этой валюте стали приносить банкам убытки), а также укреплением евро по отношению к доллару.

Долговые обязательства банков остаются не слишком привлекательными финансовыми инструментами для клиентов: по сравнению с процентными депозитами объемы эмиссии незначительны. Общий объем эмитированных



\* Негосударственные коммерческие организации.

*Рис. 71.* Динамика банковских процентных расходов по депозитам граждан и предприятий в 2019–2020 гг., млрд руб.

Источник: Банк России. URL: [http://www.cbr.ru/banking\\_sector/otchetnost-kreditnykh-organizacij/](http://www.cbr.ru/banking_sector/otchetnost-kreditnykh-organizacij/)

облигаций на конец 2020 г. достиг 2,3 трлн руб. (в 2019 г. – 1,9 трлн руб.), прирост за год – 19,2% (за предыдущий год – на 43,3%). Объем выпущенных векселей составил 397,7 млрд руб., за год он вырос на 4,0% (в 2019 г. – снижение на 12,8%). Общий объем эмитированных депозитных и сберегательных сертификатов сократился на 64,6% (за 2018 г. – снижение на 75,8%) и остается на невысоком уровне – 13 млрд руб.

Финансовый кризис повлиял на ликвидность банковского сектора, что, в свою очередь, отразилось на динамике объемов фондирования на межбанковском рынке. За год объем полученных кредитов и депозитов от кредитных организаций Банка России вырос на 17,4% (в 2019 г. – снижение на 76,0%). Особенно заметным стал прирост по кредитам Банка России – на 46,8% (в 2019 г. – снижение на 6%), что свидетельствует об ухудшении банковской ликвидности и повышенной зависимости от кредитов ЦБ РФ.

Уровень концентрации банковских ресурсов остается высоким. На долю 5 крупнейших по величине активов кредитных организаций приходится 67,7% вкладов физических лиц (в 2018 г. данный показатель находился на отметке 65,5%) и 58,3% депозитов юридических лиц (в конце 2019 г. – 59,2%). Вновь существенно повысилась доля средств, привлеченных 5 крупнейшими банками за счет кредитов ЦБ РФ, – 49,5% (в 2019 г. – 24,7%).

В 2021 г. усиление инфляционных тенденций в начале года не предполагает дальнейшего снижения ключевой ставки, таким образом, рост рынка банковских депозитов стабилизируется и во многом будет определяться уровнем доходов граждан. Вместе с тем высока вероятность роста спроса на альтернативные инструменты и появление новых гибридных депозитов с элементами инвестиционного продукта, а также развитие страховых продуктов (инвестиционное страхование жизни, накопительное страхование жизни).

