

Раздел 3. Финансовые рынки и финансовые институты

3.1. Российский финансовый рынок¹

3.1.1. Рынок акций

Рынок акций российских эмитентов демонстрировал рост на протяжении почти всего 2021 г., однако начиная с ноября обозначилась тенденция его коррекции в сторону снижения. Как показано на рис. 1, из 43 наблюдаемых фондовых индексов стран в разных валютах положительную годовую доходность в 2021 г. показали индексные портфели 33 стран. Наибольший рост пришелся на индекс Аргентины (33,5%), чуть меньший рост у индекса США S&P500 – 26,9%. Российские индексы – РТС и Московской биржи (IMOEX) показали практически одинаковый рост – 15,0 и 15,1% соответственно. Однако в течение двух первых месяцев 2022 г. ситуация существенно изменилась: в январе – феврале индекс МосБиржи снизился на рекордные 38,4%, а индекс РТС – на 41,3%. За указанный период 2022 г. коррекцию в сторону снижения испытали большинство из 43 индексов, за исключением индикаторов, преимущественно, развивающихся стран – Аргентины, Бразилии, Греции, Малайзии, Норвегии, Сингапура, Турции, Филиппин и ЮАР. Основная причина массовой коррекции рынков акций стран была связана с тем, что в середине декабря 2021 г. руководители Федеральной резервной системы (ФРС) США объявили о том, что в марте 2022 г. планируется завершение текущей программы количественного смягчения и с высокой вероятностью начнется повышение процентных ставок, устанавливаемых Центральным банком.

На 11-летнем временном горизонте с 2010 по 2021 г. на фоне ослабления рубля среднегеометрические доходности инвестиций в российские акции

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

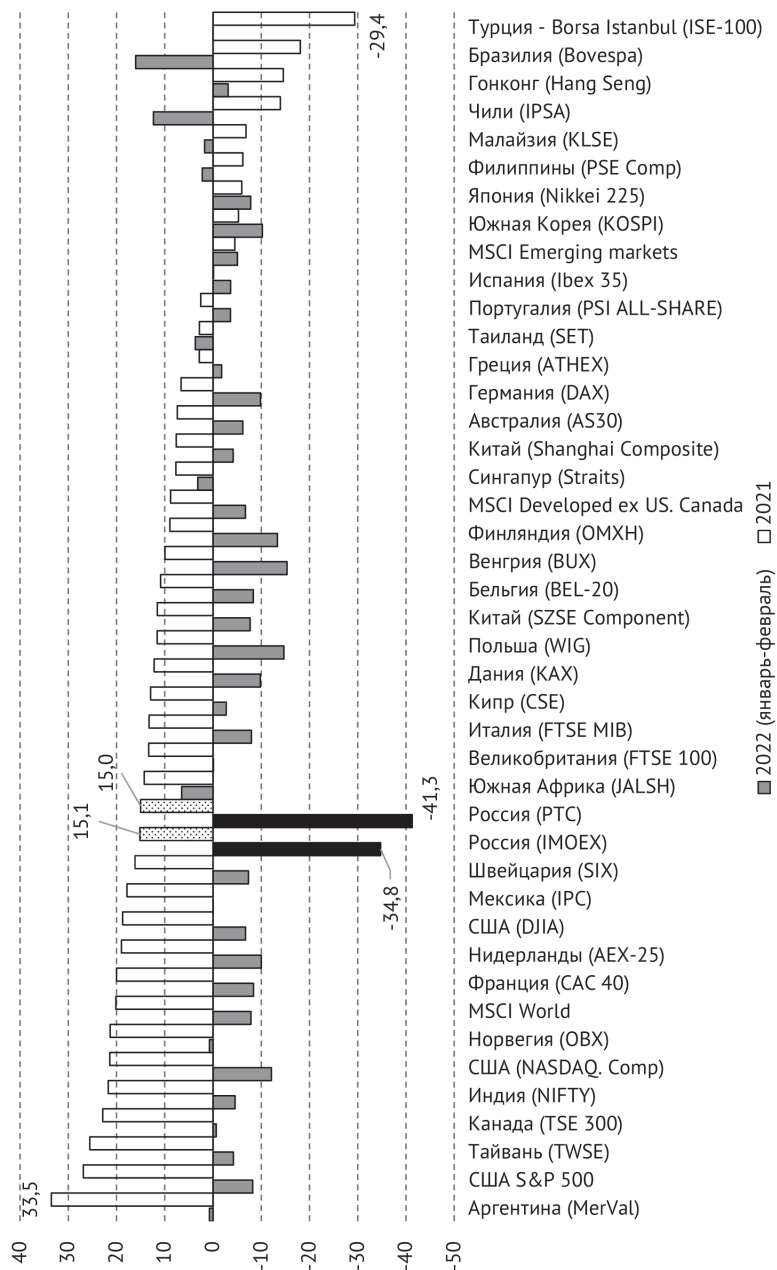


Рис. 1. Доходность 43 мировых фондовых индексов на крупнейших биржах в 2021 г. и в январе – феврале 2022 г., % годовых

Источник: Расчеты авторов по данным Bloomberg.

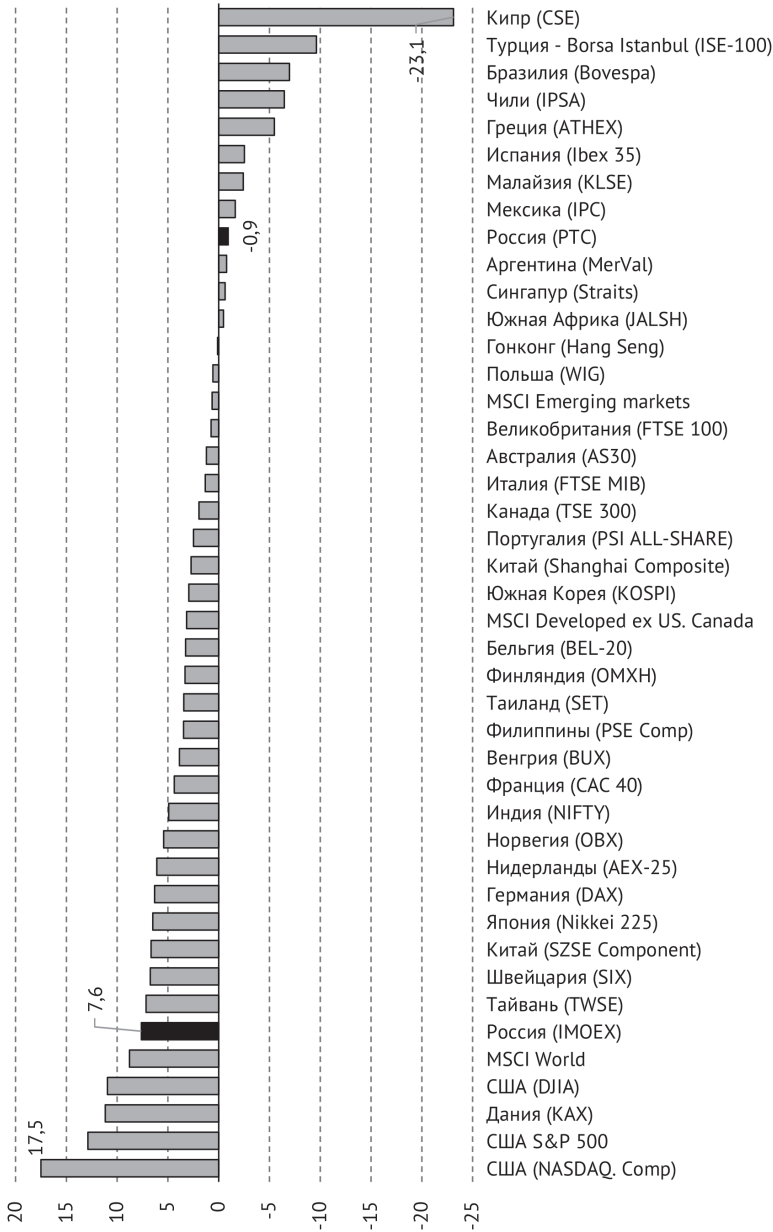


Рис. 2. Среднегеометрическая доходность 43 мировых фондовых индексов в разных валютах на крупнейших биржах за период 2010–2021 гг., % годовых

Источник: Расчеты авторов по данным The Wall Street Journal.

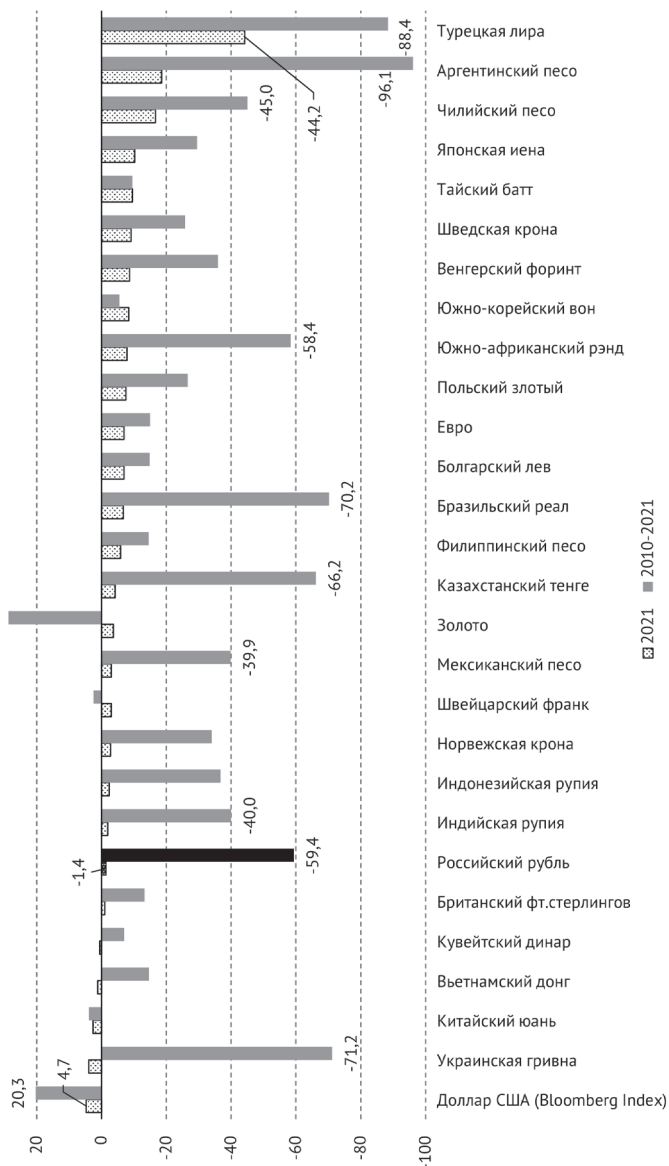


Рис. 3. Снижение (-) и увеличение (+) стоимости национальных валют 42 стран и цены золота, измеряемых в долларах США, в 2021 г. и за период 2010–2021 гг., %

Источник: Расчеты авторов по данным Bloomberg и The Wall Street Journal.

в виде рублевого индекса МосБиржи и валютного индекса РТС оказались разными (рис. 2). Среднегодовая доходность индекса РТС составила -0,9%, а индекса МосБиржи (ИМОЕХ) – +7,6%. Из 43 фондовых индексов индикатор ИМОЕХ уступил лишь пяти бенчмаркам, три из которых (NASDAQ Comp., S&P 500 и DJIA) показывают доходности акций американских компаний, в то время как индекс РТС опередил лишь 8 фондовых рынков с самой худшей за 11-летие среднегодовой доходностью.

Различия доходностей инвестирования в акции компаний в национальной валюте и в долларах предопределялись тем, что на временном горизонте 2010–2021 гг. наблюдался процесс девальвации большинства валют, за исключением китайского юаня и швейцарского франка, по отношению к доллару (рис. 3). За указанный период стоимость национальных валют, выраженная в долларах, снизилась в Аргентине на 96,1%, в Турции – на 88,4, на Украине – 71,2, в Бразилии – 70,2 и в Казахстане – 66,2%; российский рубль подешевел на 59,4%. Тенденция снижения стоимости основной массы национальных валют, включая рубль, к доллару продолжилась и в 2021 г. За это время стоимость рубля в долларах снизилась на 1,4%.

Напротив, стоимость золота в долларах в 2010–2021 гг. выросла на 28,7%, в определенной мере золото играло роль убежища в условиях повышенной волатильности финансовых рынков разных стран. Однако в 2021 г. по мере восстановления экономик стран после коронавируса стоимость золота снизилась на 3,6%.

В академических исследованиях предлагаются разные критерии для определения финансовых кризисов. В нашем случае используется самый простой критерий, предложенный в работах Барро и Урсуа¹, Рейнхарт и Рогоффа², согласно которому финансовым кризисом является снижение цен на акции (фондовых индексов) на 25% и более.

Согласно указанному критерию с октября 2021 г. сформировался пятый финансовый кризис за всю историю существования современного российского финансового рынка. За период с 31 октября 2021 г. по 3 марта 2022 г. индекс РТС снизился на 49,2%, а индекс российских депозитарных расписок Венской фондовой биржи³ – на 91,0%. Острая фаза падения стоимости долевых инструментов российских компаний пришлась на январь – февраль 2022 г., всего за два месяца индексы РТС и российских депозитарных расписок сократились соответственно на 41,3 и 89,8% (рис. 4). Более глубокое падение индекса депозитарных расписок по сравнению с индексом РТС объясняется тем, что с 28 февраля 2022 г. торги на Московской бирже с акциями

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

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

3 Индекс российских депозитарных расписок (Russian Depository Index) представляет собой стоимость портфеля из наиболее ликвидных 15 расписок на акции российских эмитентов на Лондонской фондовой бирже с весами ценных бумаг, взвешенными по капитализации. Индекс рассчитывается Венской фондовой биржей, его начальное значение на 8 октября 1997 г. составляло 1000 пунктов.



* 3 марта рынок основной части депозитарных расписок на акции российских ПАО в Лондоне был остановлен из-за резкого падения цен указанных инструментов.

Рис. 4. Динамика индекса РТС и индекса российских депозитарных расписок с 8 октября 1997 г. по 1 марта 2022 г.* (значение индексов по состоянию на 8 октября 1997 г. = 1)

Источник: Расчеты авторов по данным Bloomberg.

российских компаний в отличие от сделок депозитарными расписками на Лондонской фондовой бирже были закрыты, поэтому обвальное распродажи акций российских компаний нерезидентами лишь ограниченно затронули внутренний биржевой рынок, на котором рассчитывается индекс РТС.

Особенностью текущего финансового кризиса в России является то, что в его основе впервые лежат не макроэкономические факторы и состояние глобальных рынков, а преимущественно резкое обострение геополитических рисков. Несмотря на постоянное нарастание напряженности ситуации вокруг Украины, острая фаза конфликта, начавшаяся 24 февраля 2022 г., и последовавшие после этого жесткие взаимные санкции стран оказались неожиданными для многих участников финансового рынка, включая нерезидентов. Например, прибывшая в конце января 2022 г. в Москву команда аналитиков американской управляющей компании BlackRock по результатам мониторинга ситуации в России 16 февраля 2022 г. сделала заявление, что шансы на вооруженный конфликт России с Украиной являются маловероятными, а факты говорят в пользу сохранения долгосрочных вложений в Россию¹. Подобных

1 Lauricella T. Autocracy Is a Bad Investment // Morningstar on-line. 8 March 2022. URL: <https://www.morningstar.com/articles/1083334/autocracy-is-a-bad-investment>

ожиданий придерживались, видимо, и другие иностранные портфельные инвесторы, поскольку, согласно статистике ресурса Emerging Portfolio Fund Research (EPFR Global), в январе и феврале 2022 г. наблюдался заметный приток средств инвесторов в иностранные инвестиционные фонды, специализирующиеся на инвестициях в акции российских компаний (Russia-EMEA-Equity), соответственно в сумме 104,6 млн долл. и 179,0 млн долл., в то время как в 2021 г. преобладал отток средств из указанных фондов.

События, последовавшие после 24 февраля 2022 г., практически привели к изоляции внутреннего рынка акций от нерезидентов и ограничению сделок с нерезидентами с акциями российских компаний на биржевом рынке. По оценкам Financial Times согласно публикации в MarketWatch, на данный момент времени иностранным портфельным инвесторам принадлежало акций на 86 млрд долл.¹ В свою очередь, иностранные биржевые рынки депозитарных расписок на акции российских эмитентов стали недоступны для российских инвесторов, что не позволило указанным участникам рынка приобретать существенно подешевевшие расписки и конвертировать их обратно в акции.

С 28 февраля на Нью-Йоркской фондовой бирже были остановлены торги акциями Mobile TeleSystems PJSC (MBT), а на фондовой бирже NASDAQ – акциями Яндекс NV (YNDX) и Ozon Holdings Ltd. (OZON). С 1 марта торговля ценными бумагами российских эмитентов была приостановлена на Немецкой бирже². С 3 марта Лондонская фондовая биржа приостановила торги более 50 выпусками депозитарных расписок на акции российских компаний³.

Введенные с 24 февраля 2022 г. санкции на обслуживание валютных сделок на зарубежных рынках для российских структур сделали невозможным приобретение подешевевших депозитарных расписок российскими инвесторами. В результате обесценившиеся акции начали массово исключаться из ведущих международных фондовых индексов, что практически означало введение косвенного запрета на инвестиции в них со стороны крупнейших иностранных институциональных инвесторов. 3 марта MSCI Inc. классифицировал акции российских эмитентов в индексах MSCI из «развивающихся рынков» в статус «отдельных рынков» (standalone markets), заявив, что российские акции «непригодны для инвестиций»⁴. В этот же день FTSE Russell также исключил все российские акции из индексов. Позднее аналогичное решение принял администратор S&P Dow Jones Indices⁵.

С 4 марта 2022 г. на биржах NYSE и CBOE BZX приостановлена на неопределенный срок торговля паями крупнейших американских ETFs, инвестировавших

1 Goldstein S. More than \$500 billion of Russian securities at risk as banks and clearinghouses react to sanctions // MarketWatch online. 1 March 2022.

2 Dummett B. Germany's Stock Exchange Closes Door on Trading Russian Securities/ // The Wall Street Journal on-line. 1 March 2022.

3 Dummett B. London Stock Exchange Shuts Down Trading of Russia Securities // The Wall Street Journal on-line. 3 March 2022.

4 DeCambre M. Ukraine crisis creates cracks in the ETF complex // MarketWatch on-line. 4 March 2022.

5 Yun Li S&P Dow Jones is removing Russia stocks from indexes, stripping country of emerging market status // CNBC. 4 March 2022.

в российские акции: iShares MSCI Russia ETF (ERUS), Franklin FTSE Russia ETF (FLRU), Direxion Daily Russia 2X Shares ETF (RUSL), VanEck Russia ETF (RSX) и VanEck Russia Small-Cap (RSXJ)¹. При этом только один из указанных фондов – Direxion Daily Russia 2X Shares ETF заявил о своей ликвидации в марте этого года. По данным Morningstar Direct, по состоянию на 31 декабря 2021 г. насчитывалось 150 ETF и взаимных фондов, в которых не менее 0,5% от стоимости их портфелей было инвестировано в российские акции. Совокупная стоимость российских акций в портфелях данных фондов составила почти 17,5 млрд долл., или в среднем 1,9% от стоимости активов данных фондов. По состоянию на конец февраля 2022 г. стоимость вложений этих фондов в российские акции снизилась более чем на 77% до 4 млрд долл., что составляет 0,5% от стоимости их активов².

Санкции, введенные США, запрещали американским лицам приобретать новые акции 14 крупнейших российских компаний после 25 мая 2022 г. Де-факто исключение российских акций из глобальных индексов MSCI, S&P Dow Jones Indices, FTSE Russell с начала марта сделало невозможным для нерезидентов приобретение акций любых российских компаний. При этом американские институциональные инвесторы не обязывались осуществлять срочную ликвидацию своих вложений в российские акции, если это не противоречило требованиям законодательства (например, не вело к превышению ограничения на владение неликвидными акциями в размере более 10% от стоимости портфелей взаимных фондов).

Встречными санкциями с 28 февраля 2022 г. Банк России ввел временный запрет для брокеров на исполнение сделок по продаже ценных бумаг по поручению иностранных клиентов. Также было запрещено перечисление дивидендов нерезидентам стран, введивших антироссийские санкции. С 28 февраля по 24 марта торги акциями российских компаний на Московской бирже были приостановлены Банком России. После открытия данный рынок функционировал за счет сделок преимущественно внутренних частных инвесторов. В последующем внутренний рынок акций может опираться на умеренную поддержку государственных структур³. Сужение круга участников рынка привело к некоторому сокращению его ликвидности⁴.

С исторической точки зрения длительное приостановление торгов ценными бумагами той или иной страны не было уникальным явлением. Согласно данным американских экономистов Уильяма Готцмана и Филиппа Джорiona,

- 1 *Kilgore T.* All these Russia ETFs were halted indefinitely for «regulatory concern» // MarketWatch on-line, 5 March 2022. URL: <https://www.marketwatch.com/story/nyse-arca-halts-trading-in-3-russia-etfs-for-regulatory-concern-11646421313?mod=home-page>
- 2 *Johnson B.* Index Providers React to Russian Market Turmoil // Morningstar on-line, 7 March 2022. URL: <https://www.morningstar.com/articles/1083060/index-providers-react-to-russian-market-turmoil>
- 3 В целях поддержки внутреннего рынка акций премьер-министр России М. Мишустин поручил Минфину в 2022 г. направить 1 трлн руб. из Фонда национального благосостояния на приобретение акций российских эмитентов на условиях, определяемых Минфином. Как следует из распоряжения Правительства России от 26.02.2022 № 335-р, Минфин вправе привлекать ВЭБ.РФ и специализированные финансовые организации.
- 4 По данным Московской биржи, 24 марта доля физических лиц в общем объеме торгов акциями составила 58,2%.

торговля на биржевых рынках акций за пределами США останавливалась на месяцы или годы не менее 25 раз в XX в.¹ в Аргентине, Чили, Египте, Германии, Греции, Японии, Португалии и Испании.

3.1.2. Финансовые кризисы в современной России

Нередко инвесторы воспринимают риски изменений цен финансовых активов в виде наступления редкого и внезапного события, называемого «черным лебедем»². Однако, по нашему мнению, на длительных горизонтах, начиная с 1997 г., динамику рынка акций российских эмитентов более точно характеризует альтернативная гипотеза «черных индюшек» Лоуренса Сигеля³ и Пола Каплана⁴. Согласно данной теории, финансовые кризисы рассматриваются как длящиеся во времени события – от момента спада цен на акции до полного их восстановления до предкризисного уровня. В этом смысле финансовые кризисы не являются такими уж редкими и внезапными событиями, многие рынки капиталов перманентно живут в таких кризисах в течение всего времени своего существования.

Как показано в *табл. 1*, на 25-летнем временном горизонте с 1997 г. по февраль 2022 г. рынок акций российских компаний столкнулся с пятью волнами финансовых кризисов, случившихся в 1997, 2008, 2014, 2020 и 2021 гг. Первый кризис произошел в августе 1997 г. и продолжался до августа 2003 г. После этого на место одного кризиса вскоре приходил другой, а нередко еще до завершения восстановления очередного кризиса наступал новый. Например, после спада рынка акций в июне 2008 г. значение индекса РТС не восстановилось до сих пор, составляя на 28 февраля 2022 г. лишь 38,1% от предкризисного уровня мая 2008 г. Одновременно с ним произошли еще два новых финансовых кризиса – с марта 2014 г. по декабрь 2019 г. и с января 2020 г. по май 2021 г., а с ноября 2021 г. случился уже новый кризис, на котором еще не завершилась стадия падения.

Из всей 26-летней истории российского фондового рынка с сентября 1995 г. по март 2022 г. был отмечен лишь единственный 5-летний период – с августа 2003 г. по май 2008 г., – когда данный рынок функционировал не в условиях финансового кризиса, т.е. на нем не наблюдалось события «черной индейки».

Из пяти финансовых кризисов для индекса РТС на конец февраля не завершилось восстановление от двух спадов, начавшихся в июне 2008 г. и в ноябре 2021 г. (*рис. 5, табл. 1*). Восстановление индекса РТС с июня 2008 г. по настоящее время занимает 165 месяцев, или 13,7 года, его значение на 28 февраля 2022 г. составляло лишь 38,1% от пика мая 2008 г. Снижение индекса РТС

1 Jorion P., Goetzmann W. Global Stock Markets in the Twentieth Century // Journal of Finance. January 1999. Vol. 54. № 3. P. 953–980.

2 Подробнее об этом Талеб Н. Черный лебедь. Под знаком непредсказуемости. 2-е изд. доп. / Пер с англ. М.: Колибри; Азбука – Аттикус, 2015.

3 Siegel L.B. Black Swan or Black Turkey? The State of Economic Knowledge and the Crash of 2007–2009. // Financial Analysts Journal. July/August 2010. Vol. 66. Iss. 4. P. 6–10.

4 Kaplan P.D. What Prior Market Crashes Taught Us in 2020 // Morningstar on-line. 23 July 2020. URL: <https://www.morningstar.com/features/what-prior-market-crashes-can-teach-us-in-2020>

Параметры финансовых кризисов в России за период с июля 1997 г. по февраль 2022 г.

Показатель, месяц и год пикового значения	Глубина падения показателя, %	Период падения и восстановления показателя		Показатель на 28 февраля 2022 г. (пик = 100%)
		срок	месяцев	
Индекс РТС:				
Июль 1997 г.	-91,3	Август 1997 г. – август 2003 г.	73	
Май 2008 г.	-78,2	Восстановление не завершено	165	38,1
Февраль 2014 г.	-48,9	Март 2014 г. – декабрь 2019 г.	72	
Декабрь 2019 г.	-34,5	Январь 2020 г. – май 2021 г.	17	
Октябрь 2021 г.	-49,2*	Восстановление не завершено	4	50,8*
Индекс МосБиржи:				
Август 1997 г.	-79,1	Сентябрь 1997 г. – май 1999 г.	21	
Май 2008 г.	-68,2	Июнь 2008 г. – апрель 2016 г.	95	
Декабрь 2013 г.	-13,2	Январь 2014 г. – январь 2015 г.	13	
Декабрь 2019 г.	-17,6	Январь – ноябрь 2020 г.	11	
Октябрь 2021 г.	-40,5	Восстановление не завершено	4	59,5
Цена нефти Brent:				
Декабрь 1996 г.	-58,3	Январь 1997 г. – ноябрь 1999 г.	35	
Июль 2008 г.	-67,7	Восстановление не завершено	163	69,0
Июнь 2014 г.	-72,6	Восстановление не завершено	92	82,6
Декабрь 2019 г.	-61,5	Январь 2020 г. – май 2021 г.	17	
Октябрь 2021 г.	-14,5	Ноябрь 2021 г. – январь 2022 г.	3	

* Для индекса российских депозитарных расписок Венской биржи глубина падения за аналогичный период времени составила 91,0%, а текущее значение индекса на 3 марта 2022 г. к 31 октября 2021 г. – лишь 9,0% от пика октября 2021 г.

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

с ноября 2021 г. составило 49,2% от уровня октября 2021 г. и продолжается пока лишь 4 месяца.

В сравнении с другими четырьмя предшествующими кризисами текущее падение индекса РТС с ноября 2021 г. на 49,2% уступает глубине падения рынка акций во время спадов 1997 г. (на 91,3%) и 2008 г. (на 78,2%). По продолжительности данный кризис пока является самым краткосрочным. Однако, если принимать во внимание глубину падения с ноября 2021 г. не индекса РТС, а индекса российских депозитарных расписок на зарубежных биржах в размере 91,0% за 4 месяца, то текущий кризис сопоставим лишь с кризисом, начавшимся в июле 1997 г., когда за 14 месяцев индекс РТС упал на 91,3%.

Из пяти финансовых кризисов для рублевого индекса МосБиржи на конец февраля не завершилось восстановление лишь от шока, случившегося в ноябре 2021 г., длящегося 4 месяца (рис. 6, табл. 1). В сравнении с другими четырьмя предшествующими кризисами текущее падение индекса МосБиржи на 40,5% уступает глубине падения рынка акций во время спадов 1997 г. на 79,1% и 2008 г. на 68,2%.

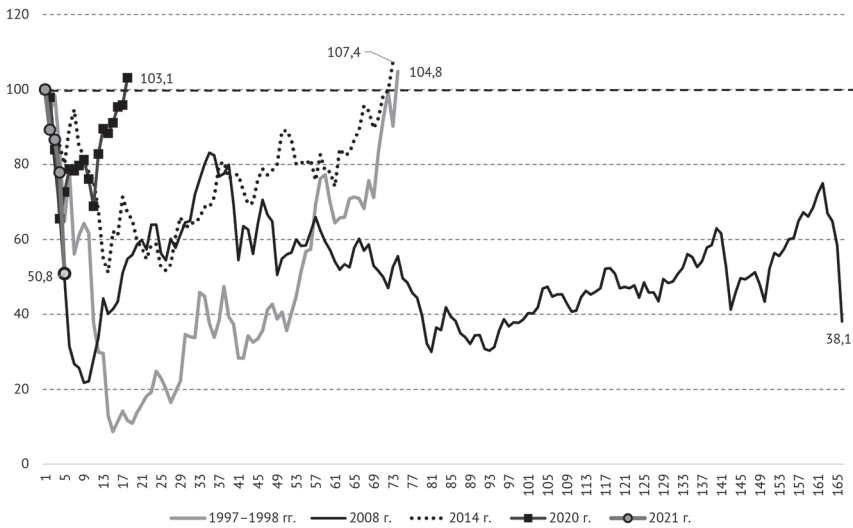


Рис. 5. Изменения индекса РТС относительно его пиковых значений в июле 1997 г., в мае 2008 г., в феврале 2014 г., в декабре 2019 г. и в октябре 2021 г. на временном горизонте, измеряемом в количестве месяцев, по состоянию на 28 февраля 2022 г., % (пик = 100%)

Источник: Расчеты авторов по данным МосБиржи.

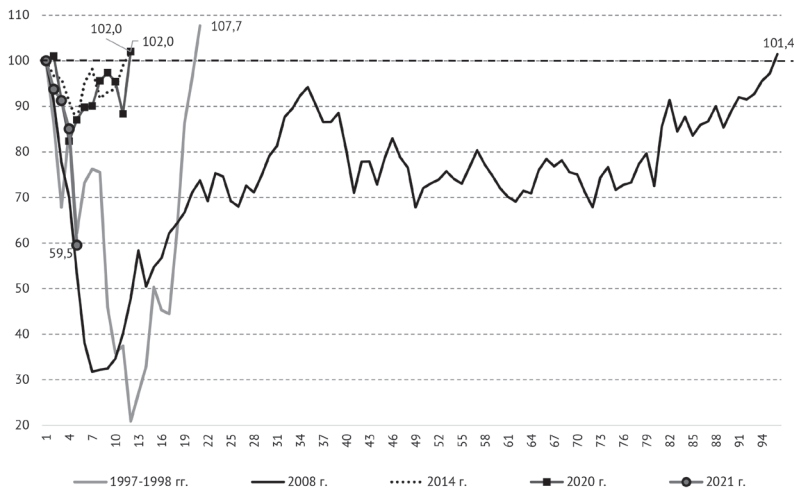


Рис. 6. Изменения индекса МосБиржи по отношению к его пиковым значениям в августе 1997 г., в мае 2008 г., в декабре 2013 г., в декабре 2019 г. и в октябре 2021 г. на временном горизонте, измеряемом в количестве месяцев, по состоянию на 28 февраля 2022 г., % (пик = 100%)

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи.

Опережающее восстановление фондовых рынков по сравнению с экономикой было характерно для многих стран в 2020 г. Американский экономист Paul Kaplan¹ показал, что среди 18 самых серьезных финансовых кризисов в США за 150-летний период с 1870 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 кризисов рынок акций американских компаний всегда восстанавливался к исходному уровню, однако скорость восстановления рынков невозможно предсказывать.

Кризисы на рынке акций российских компаний всегда сопровождаются существенными спадами на глобальном рынке нефти, являющейся одним из ключевых факторов поступлений валютной выручки в страну (рис. 7, табл. 1).

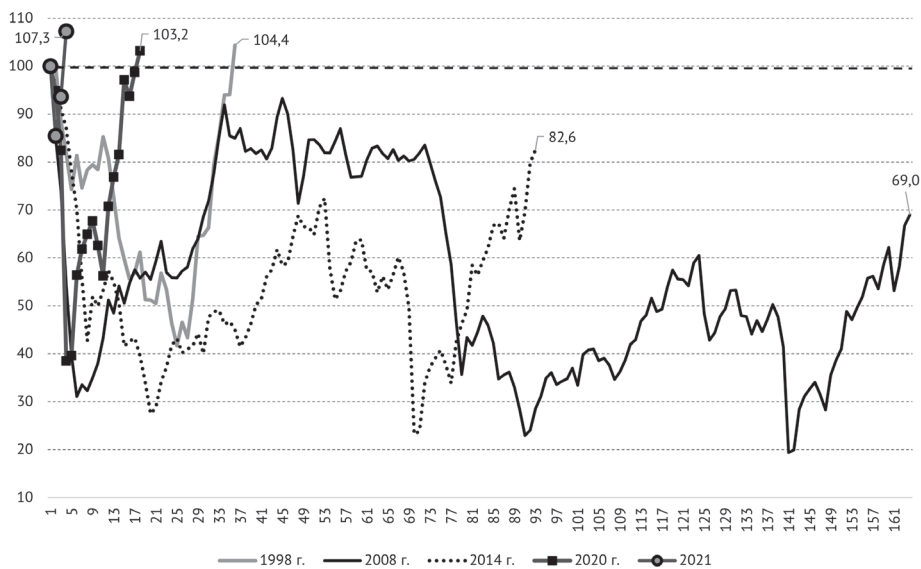


Рис. 7. Изменения среднемесячных значений цен нефти марки Brent к их пиковым значениям в декабре 1996 г., в июле 2008 г., в июне 2014 г., в декабре 2019 г. и в октябре 2021 г. на временном горизонте, измеряемом в количестве месяцев, по состоянию на 28 февраля 2022 г., % (пик = 100%)

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

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

При этом после двух самых глубоких падений цен на нефть марки Brent с августа 2008 г. на 67,7% и с июля 2014 г. на 72,6% восстановление указанных цен до их предкризисного уровня не завершилось до настоящего времени спустя соответственно 163 и 92 месяца. В сложившейся структуре экономики долговременная тенденция снижения нефтяных цен во многом повлияла на отрицательную среднегодовую доходность индекса РТС в размере 0,9% годовых (рис. 2) и ослабление курса рубля на 59,4% (рис. 3) на временном горизонте 2010–2021 гг.

Особенность кризиса рынка акций, начавшегося с ноября 2021 г., заключается в том, что впервые небольшой спад цен на нефть на 14,5% в конце 2021 г. практически не оказал существенного влияния на снижение фондовых индексов. Всего за 3 месяца 2022 г. цена на нефть восстановилась и продолжала расти. Однако это не удержало рынок акций от стремительного падения преимущественно из-за геополитических факторов и взаимных санкций стран.

С июля 1998 г. по февраль 2022 г. наблюдалось пять периодов ослабления рубля, как правило, совпадающих с изменениями цен на нефть и спадами на рынке акций (рис. 8, табл. 2). С июля 1998 г. по май 2008 г. курс доллара

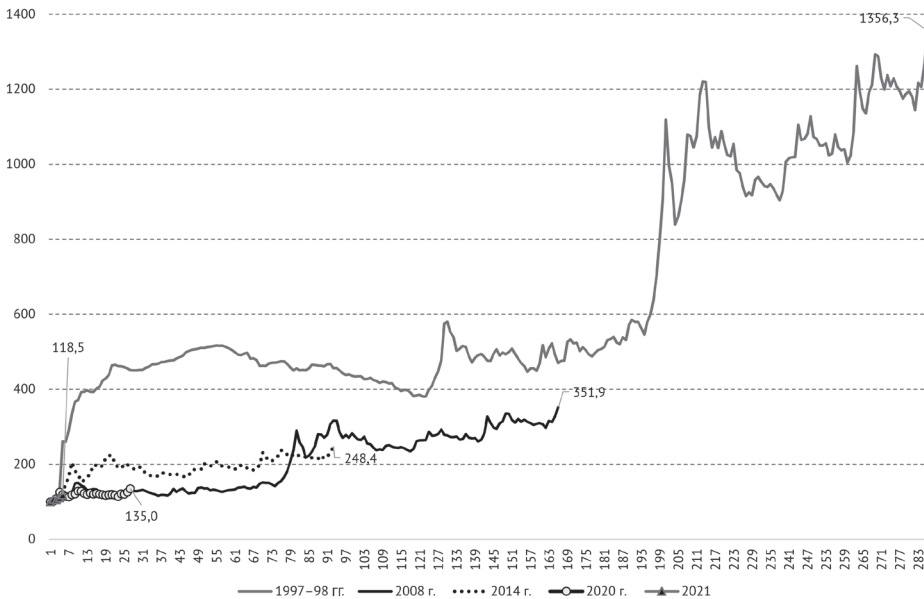


Рис. 8. Изменения ежемесячных значений курса доллара в рублях по отношению к его исходным значениям в июле 1998 г., в мае 2008 г., в августе 2014 г., в декабре 2019 г. и в октябре 2021 г. на временном горизонте, измеряемом в количестве месяцев, по состоянию на 28 февраля 2022 г., % (исходное значение = 100%)

Источник: Расчеты авторов по данным Банка России.

**Периоды роста курса доллара в рублях на временном горизонте
с июля 1998 г. по февраль 2022 г.**

Период времени, принимаемый за 100%	Продолжительность периода, месяцев	Рост за период (значение исходного месяца = 100%), %
Июль 1998 г. – май 2008 г.	118	281,8
Май 2008 г. – август 2014 г.	75	55,6
Август 2014 г. – декабрь 2019 г.	64	89,9
Декабрь 2019 г. – октябрь 2021 г.	22	13,9
Октябрь 2021 г. – февраль 2022 г.	4	18,5
Всего: июль 1998 г. – февраль 2022 г.	283	в 13,6 раза

Источник: Расчеты авторов по данным Банка России.

в рублях вырос на 281,8%. В дальнейшем он вырос на 55,6% с мая 2008 г. по август 2014 г., на 89,9% – с августа 2014 г. по декабрь 2019 г. и на 13,9% – с декабря 2019 г. по октябрь 2021 г. С октября 2021 г. по февраль 2022 г. курс доллара вырос еще на 18,5%. Всего за 283 месяца с июля 1998 г. по февраль 2022 г. курс доллара в рублях вырос в 13,6 раза. Нестабильность рубля и его склонность к регулярным ослаблениям по отношению к доллару сами по себе являются существенным препятствием для формирования системы долгосрочных внутренних сбережений.

После падения фондовых индексов в пяти странах БРИКС в 2008 г. до настоящего момента не восстановились до предкризисного уровня индексы в России и Бразилии (рис. 9, табл. 3). В течение 165 месяцев с мая 2008 г. индекс РТС достиг 38,1% прежнего уровня, индекс MSCI Бразилия – всего 36,3%. Индекс РТС, рассчитываемый с учетом реинвестирования дивидендов, восстановился до предкризисного уровня за 140 месяцев, однако по состоянию на 28 февраля 2022 г. его значение составляло лишь 70,1% предкризисного уровня.

Индексы трех других стран БРИКС сумели более быстро восстановиться до предкризисных уровней 2008 г.: MSCI Индия – за 22 месяца, MSCI ЮАР – за 28 месяцев и MSCI Китай – за 82 месяца.

Разные скорости восстановления фондовых индексов двух групп стран – членов БРИКС, наблюдавшиеся после кризисов 2008 и 2020 гг., связаны с большей диверсификацией экономик Индии, Китая и отчасти ЮАР по сравнению со структурой экономик России и Бразилии, а также рядом особенностей этих стран. На медленное восстановление фондового рынка в России влияет то, что цены на нефть после кризиса 2008 г. восстановились лишь на 69,0%, в Бразилии восстановлению рынка акций препятствует повышенный уровень макроэкономической нестабильности, усилившийся во время эпидемии COVID-19.

Самыми долгосрочными кризисами в истории фондовых рынков считают спады американского рынка акций во времена Великой депрессии 1929–1933 гг., а также акций японских компаний после 1989 г. Восстановление

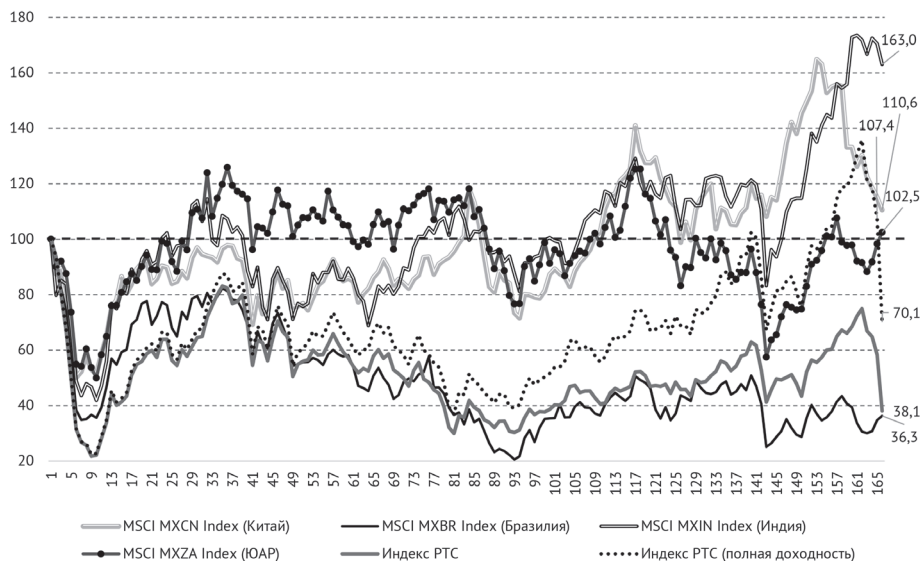


Рис. 9. Глубина и продолжительность влияния кризиса 2008 г. на фондовые индексы стран БРИКС в долларах по состоянию на 28 февраля 2022 г. (пик в мае 2008 г. = 100%)

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

Таблица 3

Восстановление фондовых индексов стран БРИКС в долларах после кризиса 2008 г. по состоянию на 28 февраля 2022 г.

Индексы	Период восстановления индекса с мая 2008 г., месяцев	Завершение восстановления	Текущее значение индекса, % (май 2008 г. = 100%)
РТС	165	Нет	38,1
РТС – полная доходность	139	Да	70,1
MSCI Бразилия	165	Нет	36,3
MSCI ЮАР	28	Да	102,5
MSCI Индия	22	Да	163,0
MSCI Китай	82	Да	110,6

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

фондового индекса Доу – Джонс Индастриал Эвередж (DJIА) в США после Великой депрессии продолжалось 303 месяца, или 25,3 года (рис. 10, табл. 4). В 2015 г. данный антирекорд был побит японским индексом NIKKEI-225, который по состоянию на 28 февраля 2022 г. не может восстановиться в течение 386 месяцев, т.е. более 32 лет. Его значение в феврале 2022 г. составляло лишь 68,2% от пика 1989 г.

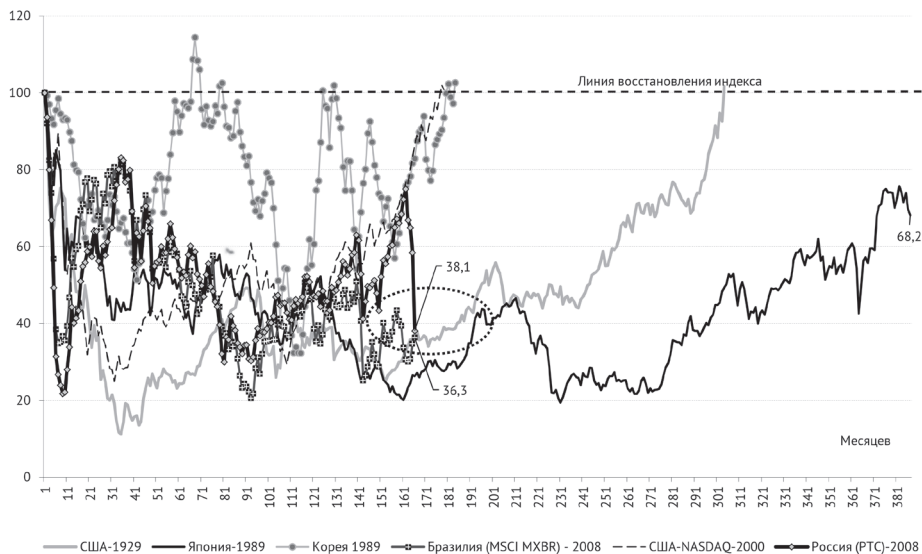


Рис. 10. Глубина и продолжительность самых длительных периодов восстановления фондовых индексов по состоянию на 28 февраля 2022 г. (пик до кризиса = 100%)

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

Таблица 4

Наиболее длительные периоды восстановления фондовых индексов стран по состоянию на 28 февраля 2022 г.

Страна (индекс – год начала кризиса)	Период восстановления индекса от пика, месяцев	Завершение восстановления	Текущее значение невосстановившегося индекса, % (пик = 100%)
Япония (Nikkei – 1989)	386	Нет	68,2
США (DJIA – 1929)	303	Да	
Южная Корея (KOSPI – 1989)	183	Да	
США (NASDAQ – 2000)	177	Да	
Россия (РТС долл. – 2008)	165	Нет	38,1
Бразилия (MSCI долл. – 2008)	165	Нет	36,3
Китай (MSCI-Шанхай долл. – 1997)	122	Да	
Китай (MSCI-Шанхай долл. – 2008)	82	Да	

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

На фоне указанных кризисов восстановление российского индекса РТС и MSCI Бразилия соответственно до уровней 38,1 и 36,3%, длящееся 165 месяцев, пока ближе к траектории восстановления рынков при среднесрочных кризисах.

Самые продолжительные в истории спады стоимости акций, как правило, были вызваны глубинными экономическими факторами. Например, в Японии и Южной Корее – это существенные дисбалансы финансовых активов и обязательств домашних хозяйств и бизнеса, трансформация экономики от экспортной модели в сторону внутреннего спроса и другие долгосрочные экономические и социальные проблемы. В этом смысле факторами, препятствующими устойчивому восстановлению российского рынка акций после кризиса 2008 г., являются сохранение прежней структуры экономики в условиях действия долгосрочных трендов на замедление роста цен на сырьевые ресурсы, низкий уровень развития институциональных инвесторов и нестабильность внутреннего инвестиционного климата. В настоящее время к данным факторам прибавился еще и геополитический риск.

3.1.3. Премии за риск по акциям

Премии за риск являются важнейшими индикаторами эффективности инвестиций в акции. Однако для оценки данного индикатора используются разные методики. Мы попытались систематизировать разные показатели риска и составить собственные оценки данных рисков, опираясь на методики наиболее авторитетных экономистов и информационных ресурсов.

При оценке эффективности инвестиций в акции российских компаний используются две разновидности показателей, называемых «премиями за риск по акциям». Одна группа показателей риска (*премии по отношению к облигациям*) демонстрируют то, насколько прошлая или прогнозируемая доходность акций отличается от доходности облигаций. Использование данных индикаторов предполагает сравнение дисконтируемых потоков, приносимых акциями и облигациями. Чем ниже размер премии по отношению к облигациям, тем более консервативно инвесторы смотрят на преимущества инвестиций в акции по сравнению с облигациями. Подобная низкая премия за риск по акциям (премия по отношению к облигациям) является характерной проблемой российского фондового рынка.

Другая совокупность показателей премии за риск по акциям (*ставки дисконтирования*) характеризуют стоимость привлечения капитала и используются при дисконтировании будущего денежного потока оцениваемой компании в целях определения справедливой стоимости ее акций. Соответственно, чем ниже размер ставки дисконтирования, тем, при прочих равных условиях, выше справедливая стоимость акций. Низкая стоимость акций российских ПАО по сравнению с зарубежными конкурентами, как правило, связана с высокой премией за риск, используемой при оценке их справедливой стоимости.

К индикаторам *премий по отношению к облигациям* относятся премии за риск, публикуемые группой экспертов Credit Suisse и информационной системой Bloomberg.

Димсон, Марш и Стонтон в книге «Триумф оптимистов»¹ и в инвестиционных отчетах, публикуемых Credit Suisse Institute², рассчитывают *исторические значения* премий за риск по акциям для разных стран, включая Россию, на долгосрочных временных горизонтах как разницу между доходностью индексов акций и доходностью государственных ценных бумаг. Согласно их методике, премия за риск является геометрической разницей³ между доходностью акций и доходностью безрискового актива. В качестве последнего авторы используют два бенчмарка: краткосрочные государственные облигации и 10-летние государственные облигации. Премии за риск в каждый год авторы усредняют на долгосрочном горизонте с 1900 г. и на среднесрочном горизонте за последние 40–50 лет. Данные по России публиковались только с 2014 по 2018 г. (рис. 11).

Мы рассчитали исторические значения спредов валютной доходности акций российских АО (historical risk premium, или HRP) по сравнению с долгосрочной и краткосрочной доходностью выпусков сконструированных нами портфелей еврооблигаций Российской Федерации за более длинный временной горизонт, пересматриваемых на ежемесячной основе⁴. На рис. 11 представлены долгосрочные премии за риск 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). С 2008 г. сохраняется отрицательный размер премии за риск по акциям российских компаний по сравнению с их долгосрочными облигациями, при этом данная премия немного улучшилась – с -2,7% в 2020 г. до -1,8% в 2021 г. Премия по сравнению с краткосрочными

1 Dimson E., Marsh P., Stainton M., Garthwaite A. Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns. Princeton University Press, 2002.

2 См. ежегодник Credit Suisse Global Investment Returns. Изд-во Credit Suisse Research Institute, Switzerland за 2009–2021 гг.

3 $(1 + \text{Премия}) = (1 + \text{Доходность акций}) / (1 + \text{Доходность облигаций})$ в годовом выражении.

4 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, в 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. Вместе с тем 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 Sбonds, либо иностранными агентствами (например, Bloomberg) и начинаются в середине 2000-х. Собственный расчет индекса еврооблигаций позволил нам рассчитать значения исторической премии за риск по акциям (HRP1 и HRP2).

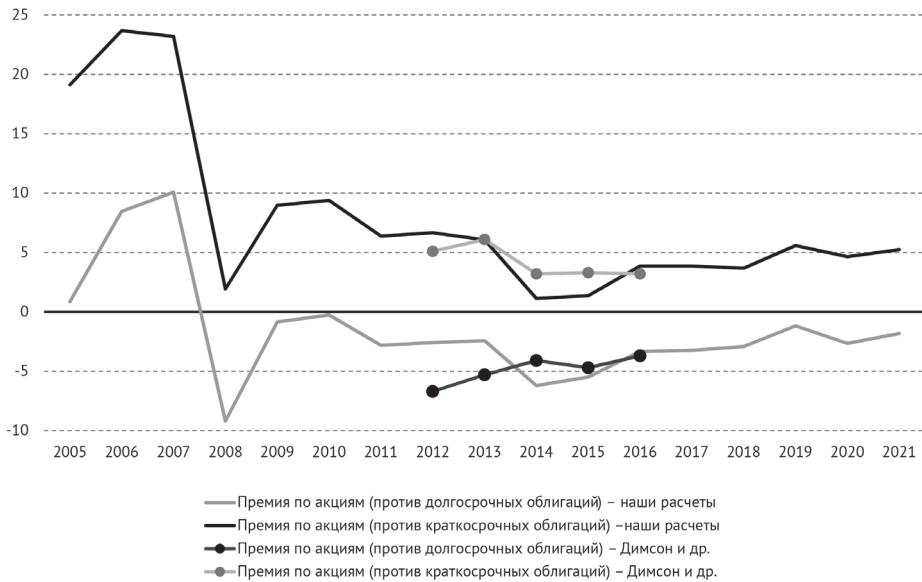


Рис. 11. Долгосрочная историческая премия по акциям против коротких и длинных еврооблигаций (в долларах), 2005–2021 гг.

Источник: Расчеты авторов по данным Bloomberg.

облигациями остается положительной, в 2021 г. по сравнению с предшествующим годом она выросла с 4,6 до 5,2%.

Отрицательный размер исторической премии по отношению к долгосрочным облигациям показывает, что иностранные инвесторы с осторожностью оценивали стабильность роста денежного потока, прежде всего чистой прибыли российских компаний, качество их корпоративного управления и состояние инвестиционного климата в стране.

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 с 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 российском рынке акций по сравнению с рынками акций других стран.

Примером другого подхода к оценке премии за риск по акциям по отношению к облигациям является методика Bloomberg, основанная на *прогнозируемой доходности акций*. Согласно данной методике, премия за риск рассчитывается как разница между предполагаемой рыночной доходностью акций 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 Spn 10 Year. Рыночная доходность определяется с помощью модели дисконтированных дивидендов 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.

Низкий размер премии за риск по акциям по отношению к облигациям компании, как правило, пытаются компенсировать за счет наращивания дивидендных выплат, поэтому премии за риск в терминале Bloomberg раскрываются вместе с данными о дивидендной доходности и коэффициентах выплат дивидендов. Все данные являются средневзвешенными значениями по акциям, входящим в индекс МосБиржи¹.

Долгосрочные и краткосрочные тренды в динамике показателей премии за риск, дивидендных выплат и дивидендной доходности российских акций в значительной мере совпадали (рис. 12). За весь рассматриваемый период с 14 декабря 2012 г. по 25 марта 2022 г. рост премии за риск с 8,71 до 11,37% поддерживался за счет увеличения среднего размера дивидендных выплат в чистой прибыли компаний с 20,5 до 56,1% и дивидендной доходности компаний индекса МосБиржи – с 2,9 до 9,9%. На более краткосрочном горизонте снижение премии за риск с 15,60% в июне 2020 г. до 4,64% в феврале 2021 г. сопровождалось снижением дивидендных выплат с 58,7% в мае 2020 г. до 45,2% в январе 2021 г. и дивидендной доходности – с 8,1% в апреле 2020 г. до 5,0% в июне 2021 г. Наоборот, повышение премии за риск по акциям с 4,64% в феврале 2021 г. до 17,68% в феврале 2022 г. по мере восстановления экономики поддерживалось за счет повышения дивидендных выплат с 45,2% в январе 2021 г. до 57,1% в феврале 2022 г. и дивидендной доходности – с 5,0% в июне 2021 г. до 7,2% в феврале 2022 г.

Резкое снижение премии за риск по акциям с 16,70% 25 февраля 2022 г. до 11,30% 25 марта произошло в результате объявленного 28 февраля 2022 г. повышения ключевой ставки Банка России с 9,5 до 20,0% годовых. В результате данного решения рыночная доходность акций, рассчитываемая в Bloomberg как прирост стоимости акций методом дисконтирования их чистой прибыли по рыночной ставке, снизилась за этот период с 30,0% годовых до 21,6%, а ставка доходности долгосрочных государственных облигаций осталась на уровне 12,5%, практически не изменившись после принятия решения Банка России из-за замораживания переоценки стоимости облигаций в портфелях финансовых организаций. Все это привело к снижению показателя риска по акциям, рассчитываемого как спред рыночной доходности акций и доходности долгосрочных облигаций даже в условиях сохранения высокого уровня дивидендных выплат в размере 56,2% чистой прибыли компаний. Можно предполагать, что по мере возврата к рыночным методам оценки стоимости облигаций показатель их доходности резко вырастет в противоположность снижению стоимости облигаций. Это приведет к еще большему сокращению

¹ Исторические данные по всем трем показателям сглажены с помощью скользящего среднего с периодом в 21 день (примерно 1 месяц).

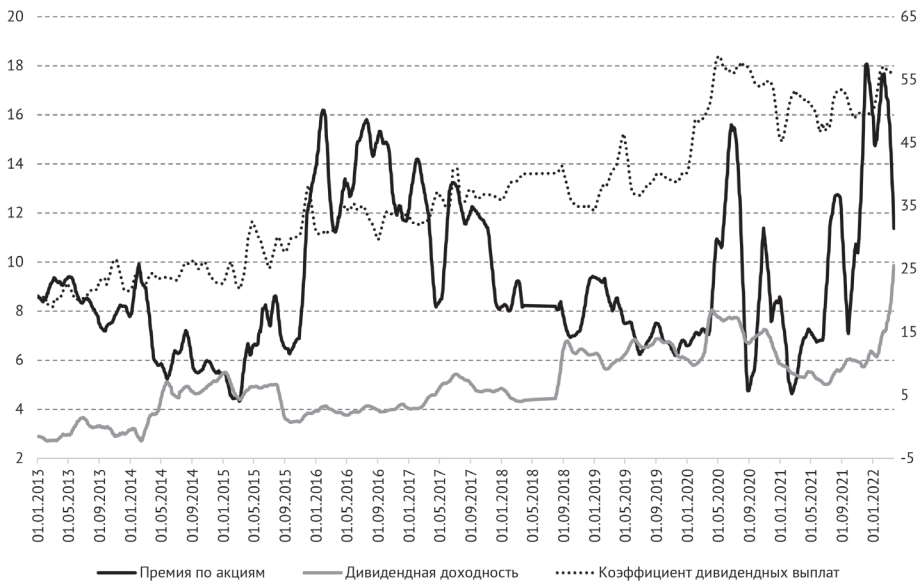


Рис. 12. Премия по российским акциям (ось слева) и дополнительные параметры: дивидендная доходность (ось слева) и коэффициент дивидендных выплат (ось справа) (%) как скользящие средние на 21-дневном периоде

Источник: Расчеты авторов на основе данных из терминала Bloomberg.

премии по акциям, оцениваемой по методике Bloomberg. Указанная тенденция позволяет предположить, что в среднесрочной перспективе премия за риск по акциям российских ПАО может оказаться отрицательной, что повысит инвестиционную привлекательность вложений в государственные ценные бумаги.

К индикаторам ставок дисконтирования относятся показатели премии за риск по акциям, публикуемые группой испанских исследователей во главе с Пабло Фернандесом и американским экономистом Асватом Дамодараном. Рост показателей риска акций, используемых при дисконтировании стоимости денежного потока по акциям, ведет к снижению стоимости акций и доходности вложений инвесторов. Низкий размер указанных премий за риск при прочих равных условиях является позитивным сигналом для приобретения акций российских компаний иностранными инвесторами.

Фернандес оценивает 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

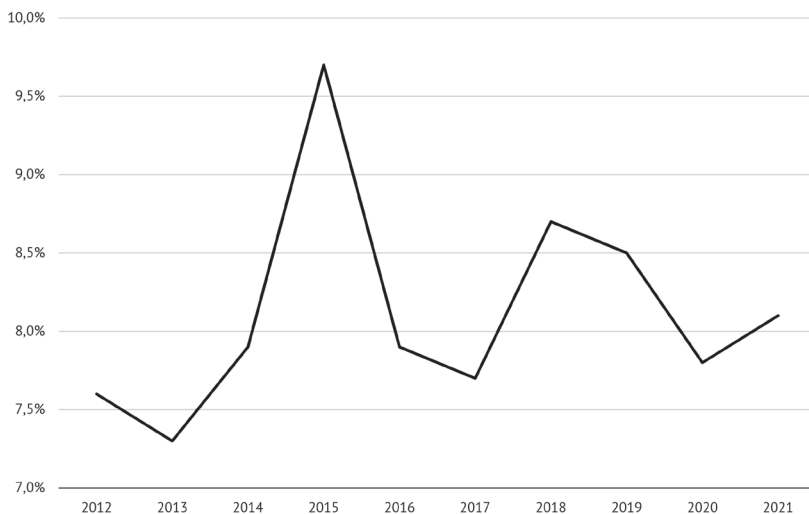


Рис. 13. Премия по российским акциям в 2012–2021 гг., рассчитанная Фернандесом и др., % годовых

Источник: Собрано авторами из работ Фернандеса и др.

используют в своих работах за прошедший год¹. Согласно последнему опросу Фернандеса, опубликованному в 2021 г., премия по российским акциям повысилась с 7,8% в 2020 г. до 8,1% в 2021 г. (*рис. 13*). Сводные данные Фернандеса можно рассматривать в качестве социологической картины восприятия разными специалистами премии за риск по акциям в той или иной стране, однако их сложно использовать при прогнозировании рисков и, соответственно, справедливой стоимости акций.

Более сложный подход применяется Дамодараном, оценивающим страновые премии по акциям путем прибавления к той или иной безрисковой ставке

¹ *Fernandez P., Aguirreamalloa J., Corres L.* Market Risk Premium Used in 56 Countries in 2011: A Survey with 6,014 Answers. URL: <http://ssrn.com/abstract=1822182>; *Fernandez P., Aguirreamalloa J., Corres L.* Market Risk Premium Used in 82 Countries in 2012: A Survey. URL: <http://ssrn.com/abstract=2084213>; *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>; *Fernandez P., Linares P., Fernandez A.I.* Market Risk Premium Used in 88 Countries in 2014: A Survey with 8,228 Answers. URL: <http://ssrn.com/abstract=2450452>; *Fernandez P., Pershin V., Fernandez A.I.* Discount Rate (Risk-Free Rate and Market Risk Premium) Used for 41 Countries in 2015: A Survey. URL: <https://ssrn.com/abstract=2598104>; *Fernandez P., Ortiz A., Fernandez A.I.* Market Risk Premium Used in 71 Countries in 2016: A Survey with 6,932 Answers. URL: <https://ssrn.com/abstract=2776636>; *Fernandez P., Pershin V., Fernandez A.I.* Discount Rate (Risk-Free Rate and Market Risk Premium) Used for 41 Countries in 2017: A Survey. URL: <https://ssrn.com/abstract=2954142>; *Fernandez P., Pershin V., Fernandez A.I.* Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 Countries in 2018: A Survey. URL: <https://ssrn.com/abstract=3155709>; *Fernandez P., Martinez M., Fernandez A.I.* Market Risk Premium and Risk-Free Rate Used for 69 Countries in 2019: A Survey. URL: <https://ssrn.com/abstract=3358901>; *Fernandez P., Martinez M., Fernandez A.I.* Market Risk Premium and Risk-Free Rate Used for 81 Countries in 2020: A Survey. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3560869; *Fernandez P., Martinez M., Fernandez A.I.* Market Risk Premium and Risk-Free Rate Used for 88 Countries in 2021: A Survey. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3861152

страновых премий, рассчитываемых на основании показателей доходности государственных ценных бумаг и волатильности акций местных компаний¹. На основании методик Дамодарана нами рассчитаны *прогнозные премии за риск по акциям* (project risk premium, или PRP)². 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 определяется 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 Bloomberg, 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. 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.

На *рис. 14* приведены значения двух индикаторов премий за риск по акциям, составленные нами на основании методик Дамодарана: страновая премия за риск, определяемая на основе спредов доходности суверенных облигаций Российской Федерации и США, выпускаемых в долларах, скорректированная на волатильность акций российских ПАО (показатель 1), а также премия за риск, рассчитываемая на основе размера премии по кредитным дефолтным свопам (CDS) суверенных облигаций Российской Федерации, выпускаемых в долларах, также с учетом волатильности акций российских компаний (показатель 2).

В кризисные периоды разброс значений премии за риск, особенно по показателям, учитывающим волатильность акций, достигает существенного уровня. В декабре 2008 г. премии за риск на основе премии CDS и спреда облигаций достигали соответственно 37,4 и 33,8%. Однако в преддверии текущего кризиса, несмотря на рост опасений, связанных с ростом инфляции в мире, повышением процентных ставок ФРС и ЕЦБ, нарастанием геополитической напряженности в мире, оба индикатора риска по акциям находились на исторически низком уровне и относительно слабо сигнализировали о рисках: показатель 1 снизился с 6,13% в 2020 г. до 4,80% в 2021 г. и вырос до 5,86% в январе 2022 г., показатель 2 за соответствующий период снизился с 6,50 до 5,26% с последующим ростом до 6,38%.

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

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

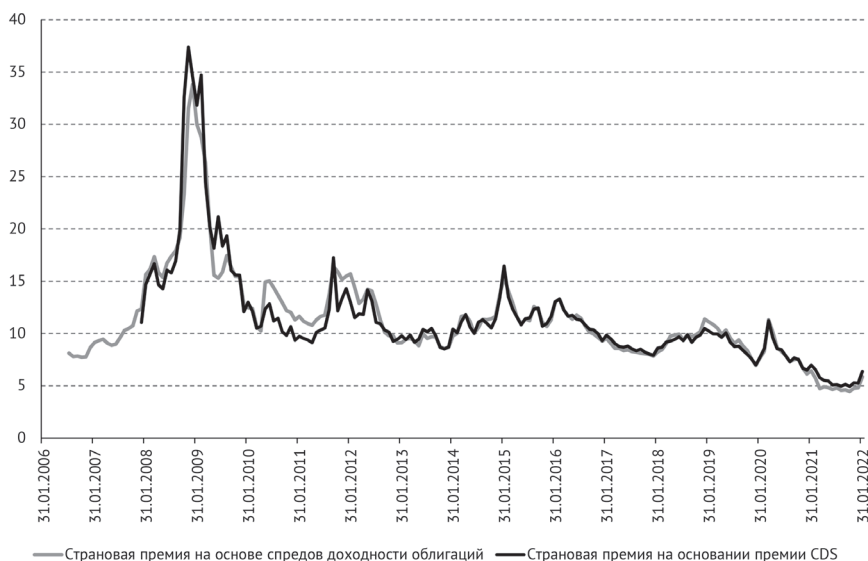


Рис. 14. Текущая и историческая премии за риск по российским акциям с учетом корректировки на их относительную волатильность на внутреннем рынке, %, 2006 г. – январь 2022 г.

Источник: Расчеты авторов по данным Bloomberg.

Приведенные индикаторы риска акций Дамодарана были рассчитаны за период, предшествующий началу конфликта на Украине 24 февраля 2022 г. Размер спредов премий по кредитным дефолтным свопам (CDS)¹ на российские 10-летние государственные еврооблигации по сравнению с аналогичными государственными облигациями США вырос с 151,1 базисного пункта 3 января 2022 г. до 2436,1 б.п. 24 марта 2022 г., или в 16,1 раза (рис. 15). Другой индикатор суверенного кредитного риска – спред доходностей между долгосрочными государственными еврооблигациями России и государственными облигациями США – за тот же период времени вырос со 174,2 до 1848,8 б.п., или в 10,6 раза. Рост в январе – марте 2022 г. закладываемой в оценку риска по акциям российских компаний премии по суверенному долгу с 1,5 до 24,4% неизбежно привел к резкому обвалу цен долевых инструментов российских эмитентов на зарубежных и внутренней биржах.

Таким образом, анализ текущих трендов на российском рынке акций показывает, что премии за риск, оценивающие спреды доходностей акций по сравнению с государственными облигациями, указывают на снижение инвестиционной привлекательности акций российских компаний по сравнению с облигациями, в то время как индикаторы премии за риск, используемые для оценки стоимости акций на основании дисконтирования денежного потока, с некоторым запаздыванием начали расти, что будет влиять на снижение стоимости акций.

¹ CDS отражают размер рыночной страховой премии на риск дефолта по облигациям.

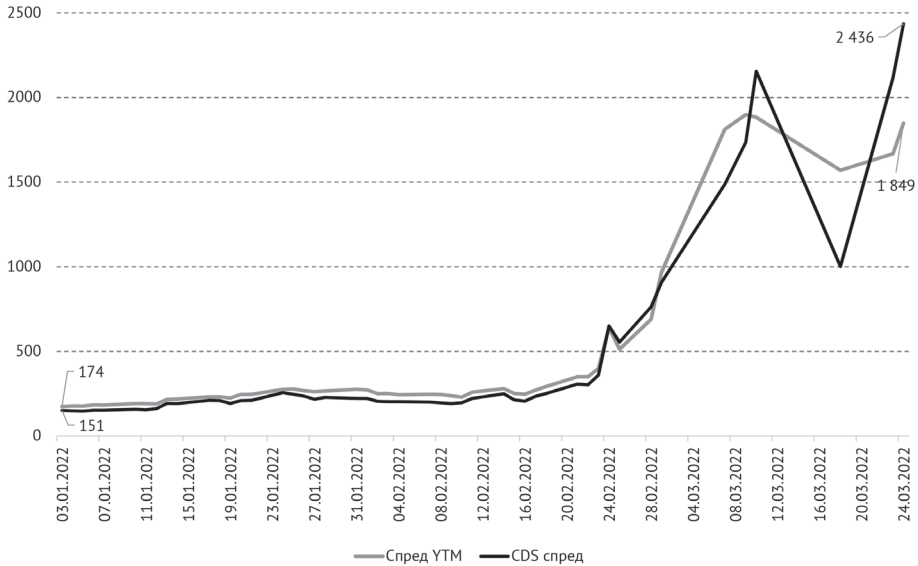


Рис. 15. Показатели спредов доходности к погашению (УТМ) и кредитных дефолтных свопов (CDS) 10-летних российских суверенных еврооблигаций и 10-летних государственных облигаций США с 3 января по 24 марта 2022 г., базисные пункты

Источник: Расчеты авторов по данным Federal Reserve Bank of St.Louis, Cbonds и Bloomberg.

3.1.4. Фундаментальные характеристики рынка акций

На рис. 16 приводятся данные о параметрах доходности и риска 30 фондовых индексов 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 2021 г., 5-летие с 2017 по 2021 г. и 13-летний период с 2009 по 2021 г.

В отличие от 2020 г., когда индекс РТС снизился на 10,4%, в 2021 г. с доходностью 15,0% годовых он превысил средний уровень доходности по выборке из 31 фондового индекса в мире в размере 12,9%, а по показателю риска в 17,1% лишь немного опередил среднее значение по выборке в размере 16,7% (рис. 16а). По критерию доходность – риск индекс РТС оказался одним из лучших по сравнению с индексами других развивающихся рынков. На 5-летнем временном горизонте в 2017–2021 гг. (рис. 16б) параметры доходности – риска индекса РТС лишь немного уступили средним значениям по выборке. За указанный период доходность индекса РТС составила 6,7% годовых при среднегодовой доходности по выборке в 7,5%. Значение стандартного отклонения (риска) индекса РТС достигло 23,6% при среднем уровне по выборке – 22,8%.

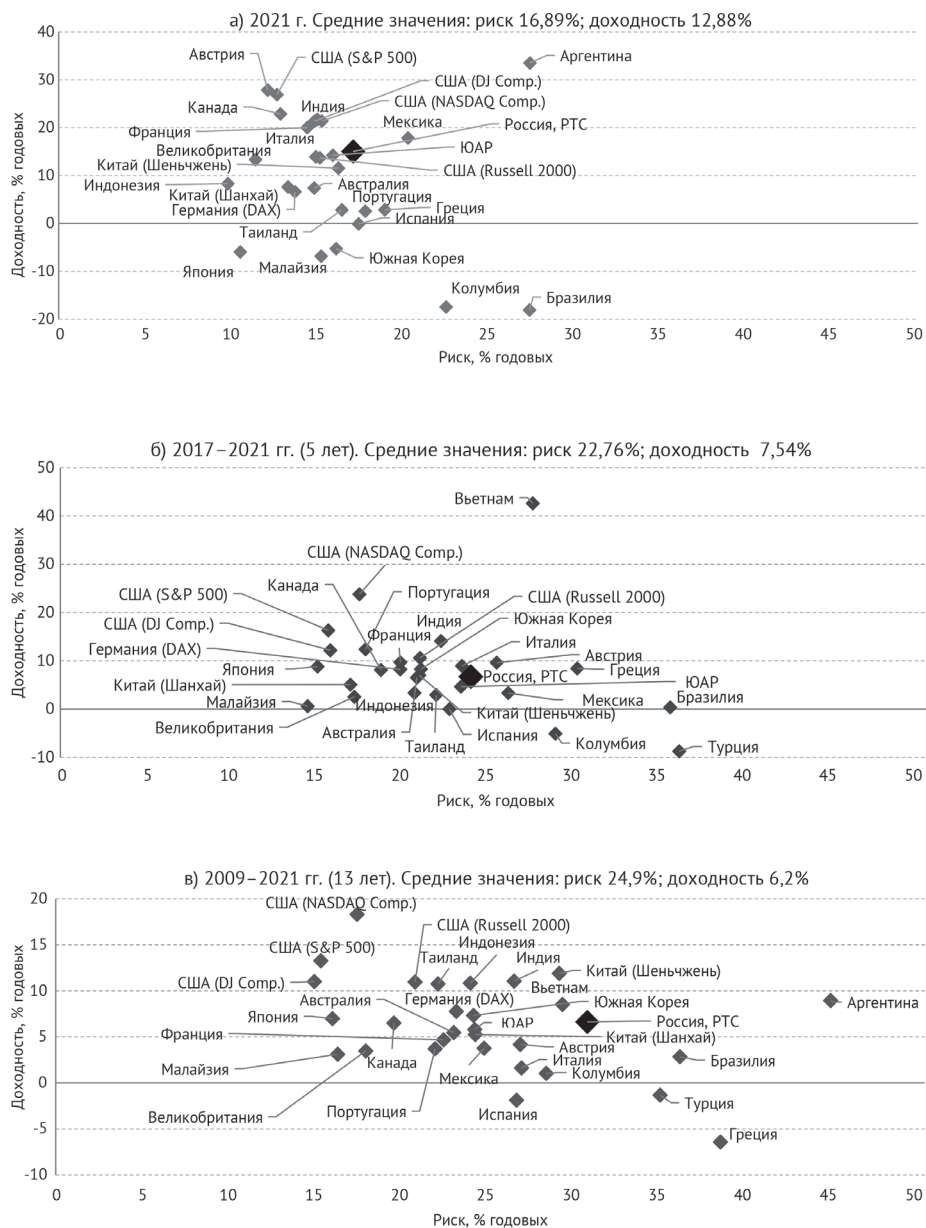


Рис. 16. Параметры среднегеометрических значений доходностей и риска 31 фондового индекса 27 стран за период с января 2009 г. по декабрь 2021 г. в долларах США на временных горизонтах 1 год, 5 и 13 лет, % годовых

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

На 13-летнем горизонте с 2009 по 2021 г. (рис. 16), индекс РТС опередил средний уровень доходности акций, принеся инвесторам доходность на уровне 6,6% годовых, в то время как средний показатель по выборке достигал лишь 6,2%. Среднегодовой показатель риска индекса РТС за указанный период равнялся 30,6% годовых при среднем показателе по выборке на уровне лишь 24,9%.

Таким образом, на фоне глобальных фондовых рынков акции российских компаний выглядели вполне привлекательными вложениями со средним уровнем доходности и более высоким, чем в мире, индикатором рисков. В значительной мере это было достигнуто за счет относительно быстрого восстановления российской экономики от глобального кризиса, вызванного пандемией коронавируса, а также активной дивидендной политики многих крупных российских ПАО.

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 стабильно более низкую цену, чем у компаний из других стран. Как показано на рис. 17, из 30 фондовых индексов разных стран финансовый коэффициент цена/учетная

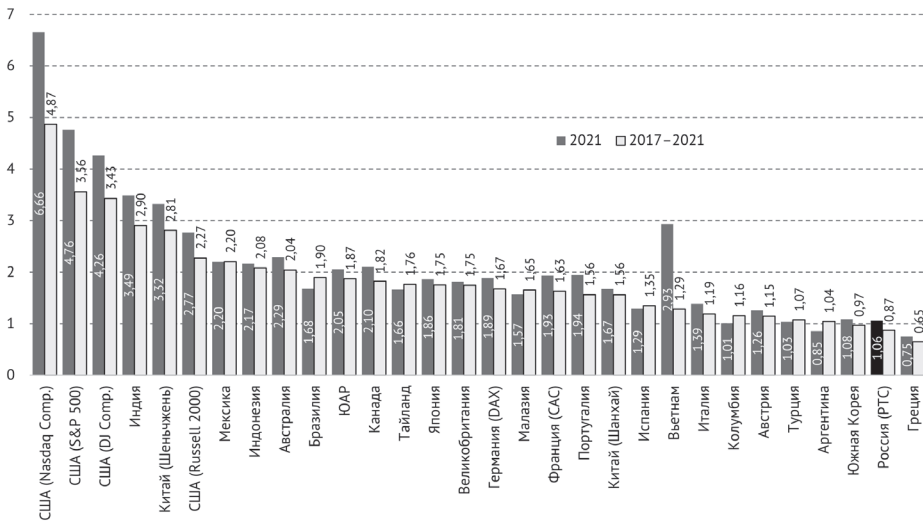


Рис. 17. Значение финансового коэффициента «цена /учетная стоимость в расчете на акцию» (P/BV) по состоянию на 31 декабря 2021 г. и его среднего значения за период 2017–2021 гг. по 30 фондовым индексам 26 стран

Источник: Расчеты авторов по данным Bloomberg.

стоимость в расчете на акцию (P/BV Ratio)¹ компаний индекса РТС был одним из самых низких в мире. В 2021 г. он составлял 1,1; по итогам 5-летнего периода 2017–2021 гг. его среднее значение равнялось 0,9.

Цены акций российских ПАО являются более низкими по сравнению с конкурентами из других стран, даже несмотря на то, что их показатель финансовой отдачи на собственный капитал (return on equity, или ROE) существенно выше компаний на других рынках². Как показано на рис. 18, в 2021 г. из 30 фондовых индексов показатель ROE индекса РТС в размере 19,9% уступал лишь пяти фондовым индексам компаний из США, Турции, ЮАР и Бразилии. Среднее значение ROE российских компаний на 5-летнем временном горизонте 2017–2021 гг. в размере 12,7% уступало лишь четырем фондовым индексам из 30. По данным Росстата, сальдированная прибыль российских компаний (без субъектов малого предпринимательства) в 2021 г. выросла с 13,4 трлн руб. в 2020 г. до 29,6 трлн руб. в 2021 г., или в 2,6 раза³.

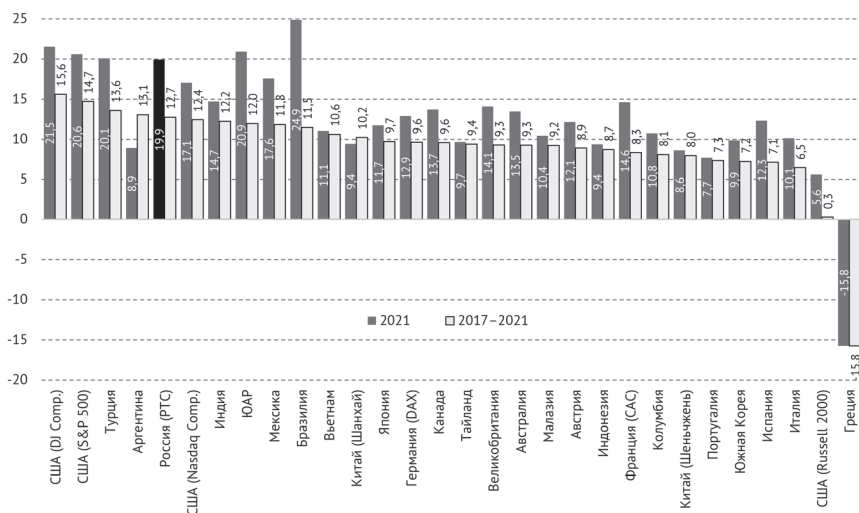


Рис. 18. Финансовый показатель «чистая прибыль в расчете на собственный капитал» (ROE) по состоянию на 31 декабря 2021 г. и его среднее значение за период 2017–2021 гг. по 30 фондовым индексам 26 стран, %

Источник: Расчеты авторов по данным Bloomberg.

- 1 Коэффициент P/BV также характеризует относительный размер капитализации компаний. В расчете на акцию он показывает отношение рыночной капитализации компании к учетной стоимости ее собственного капитала.
- 2 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.
- 3 URL: <https://rosstat.gov.ru/finance>

В 2021 г. крупнейшие публичные компании в России осуществляли деятельность в условиях низкой долговой нагрузки. Как показано на *рис. 19*, в 2021 г. из 30 фондовых индексов российские компании индекса РТС имели один из самых низких в мире коэффициентов долговой нагрузки (D/EBITDA Ratio)¹ в размере 0,6, более низкие значения данного мультипликатора демонстрировали фондовые индексы лишь Аргентины, ЮАР, Индонезии и Великобритании. В среднем за период 2017–2021 гг. указанный индикатор индекса РТС был самым низким по выборке, составив 0,4.

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 5,71% в IV квартале 2022 г., т.е. в 3,7 раза (*рис. 20а*).

Основными факторами роста дивидендной доходности в эти годы были стремления 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

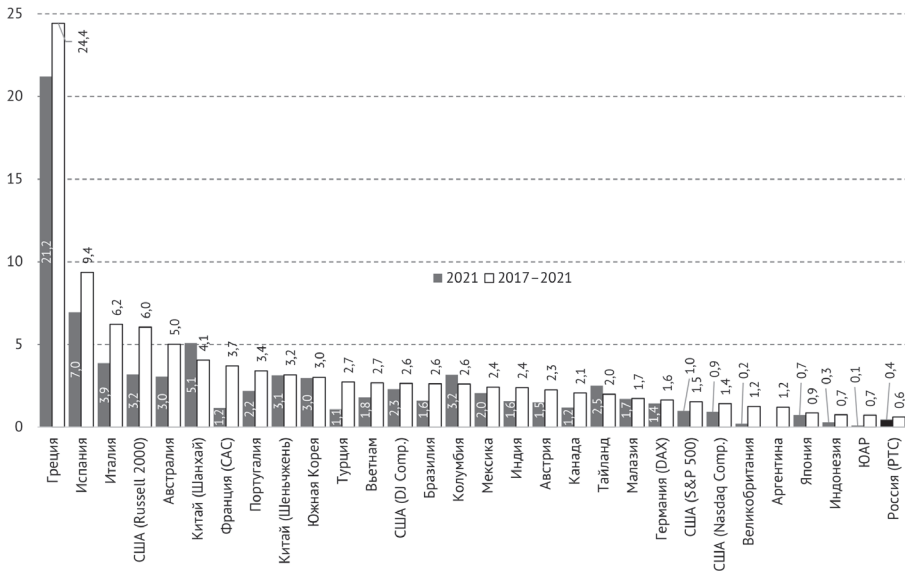


Рис. 19. Финансовый коэффициент «чистый долг /операционная прибыль» (D/EBITDA) по состоянию на 31 декабря 2021 г. и его среднее значение за период 2017–2021 гг. по 30 фондовым индексам 26 стран

Источник: Расчеты авторов по данным Bloomberg.

1 Коэффициент D/EBITDA характеризует уровень долговой нагрузки компаний к размеру операционной прибыли до вычета процентов, налогов, износа и начисленной амортизации, отражая их способность погасить данные долги за счет ежегодных собственных источников финансирования компании.

отчасти стремление крупных акционеров получить дополнительные выплаты от компаний за счет не используемых на цели инвестиций денежных средств¹

С 1 июля 2021 г. в дивидендной политике ПАО, акции которых находятся в федеральной собственности, произошли существенные изменения. В соответствии с распоряжением Правительства Российской Федерации от 11.06.2021 № 1589-р было введено требование об обязательности направления на выплату дивидендов по акциям не менее 50% скорректированной чистой прибыли. Для решения проблемы введения унифицированного минимального уровня дивидендных выплат потребовалось 15 лет, в течение которых крупнейшие государственные компании в меру своего административного ресурса пытались сохранять индивидуальные правила игры в сфере дивидендных выплат.

Начавшие действовать в 2021 г. новые подходы к дивидендной политике государственных компаний предусматривали компромиссное решение дискуссии о том, к какой базе необходимо привязывать дивидендные выплаты – к чистой прибыли или операционному денежному потоку. Компромисс, заложенный в распоряжении № 1589-р, предполагал, что при расчете дивидендной базы используется скорректированная чистая прибыль компаний, рассчитываемая по консолидированной финансовой отчетности с учетом ее уменьшения на доходы или увеличения на расходы, не подтверждаемые денежными потоками. К корректирующим статьям были отнесены разницы в переоценке стоимости основных средств и нематериальных активов, справедливой стоимости финансовых активов, курсовые разницы валют и некоторые другие факторы. В случае если корректировка чистой прибыли приводила к превышению суммы дивидендных выплат по сравнению с чистой прибылью, на выплату дивидендов компания должна будет направить нераспределенную прибыль прошлых лет.

Политика высоких дивидендных выплат несет повышенные риски на среднесрочных временных горизонтах². Чрезмерное перераспределение чистой прибыли компаний в пользу дивидендных выплат в ряде случаев может приводить к сокращению курсовой стоимости акций в размерах, превышающих объемы дивидендных доходов акционеров. В результате компании с высокими дивидендными выплатами могут приносить инвесторам более низкую доходность по сравнению с доходностью рыночного портфеля, в части не только курсовой стоимости акций, но и совокупной доходности, включающей дивиденды.

В 2021 г., несмотря на то что средняя дивидендная доходность акций российских компаний увеличилась до 5,71% по сравнению с 5,40% в IV квартале 2020 г., динамика данного показателя была неустойчивой (рис. 20а). После достижения показателем дивидендной доходности исторического

1 Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И., Энтов Р.М. «Загадка дивидендов» и российский рынок акций. Ч. 1 // Вопросы экономики. 2020. № 1. С. 66–92; Ч. 2 // Вопросы экономики. 2020. № 2. С. 89–85.

2 Абрамов А.Е., Беляков Ю.А., Радыгин А.Д., Чернова М.И. Особенности и риски дивидендной политики российских акционерных обществ // Экономическое развитие России. Август 2021. С. 37–46.

максимума на уровне 8,12% в I квартале 2020 г. в последующем он снижался шесть кварталов подряд до 4,42% в III квартале 2021 г. Это объясняется тем, что во время пандемии коронавируса в целях поддержания собственной финансовой устойчивости компании, как правило, ограничивали начисление дивидендов, а цены акций начали быстро восстанавливаться с середины 2020 г.

При этом даже с учетом указанных ограничений в дивидендной политике компаний по критерию дивидендной доходности российский фондовый индекс РТС занимал лидирующее положение в мире. Из 26 крупнейших фондовых индексов стран с дивидендной доходностью акций в размере 5,5% индекс РТС был лучшим на временном горизонте 2017–2021 гг., а в 2021 г. уступал лишь фондовому индексу акций бразильских компаний (рис. 20б). Отказ от начисления дивидендов в период глобальной рецессии, вызванной пандемией коронавируса, действовал практически во всех странах, включая Россию.

Вместе с тем показатель дивидендной доходности не всегда объективно характеризует эффективность дивидендной политики компаний. Данный индикатор 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). Рост дивидендной доходности может обеспечиваться за счет не только 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.

Несмотря на принятие распоряжения Правительства РФ от 11.06.2021 № 1589-р, обязывающего компании с государственным участием направлять на выплату дивидендов не менее 50% чистой прибыли, по факту показатель дивидендных выплат компаний, входящих в индекс РТС, резко снижался с 87,9% чистой прибыли в III квартале 2020 г. до 39,8% в IV квартале 2021 г. (рис. 20в). Это было связано с тем, что на фоне существенного роста прибыли компаний в 2021 г.¹ до конца года они продолжали следовать практике ограничения начисления дивидендов в период пандемии коронавируса. Снижение дивидендных выплат крупнейших российских компаний, включая КГУ, в 2021 г. вызвало уменьшение поступлений в бюджет доходов в виде дивидендов².

1 По данным Росстата, сальдированная прибыль компаний, за исключением субъектов малого предпринимательства, в 2021 г. выросла в 2,6 раза по сравнению с 2020 г.

2 Поступления в бюджет доходов в виде дивидендов сократились, по имеющимся оценкам, с 639,5 млрд руб. в 2020 г. до 560 млрд руб. по прогнозу на 2021 г. При этом в бюджете на 2022–2024 гг., согласно пояснениям Минфина, за счет последующего роста прибыли компаний и восстановления дивидендных выплат предполагалось увеличение доходов бюджета в виде дивидендов КГУ до 990 млрд руб. в 2022 г., 1033 млрд руб. в 2023 г. и 1050 млрд руб. в 2024 г. (Минфин ожидает существенного роста поступлений дивидендов. Прайм – информационное агентство. 21 сентября 2021 г. URL: <https://1prime.ru/News/20210921/834753693.html>).

Обострение геополитических рисков, вероятно, также не позволит компаниям восстановить дивидендные выплаты в 2022 г. 25 февраля 2022 г. Банк России рекомендовал банкам перенести начисление дивидендов на более позднее время¹. По данным РБК, в преддверии подготовки общих собраний



1 URL: http://cbr.ru/press/pr/?file=25022022_160000SUP_MEAS25022022_155231.htm

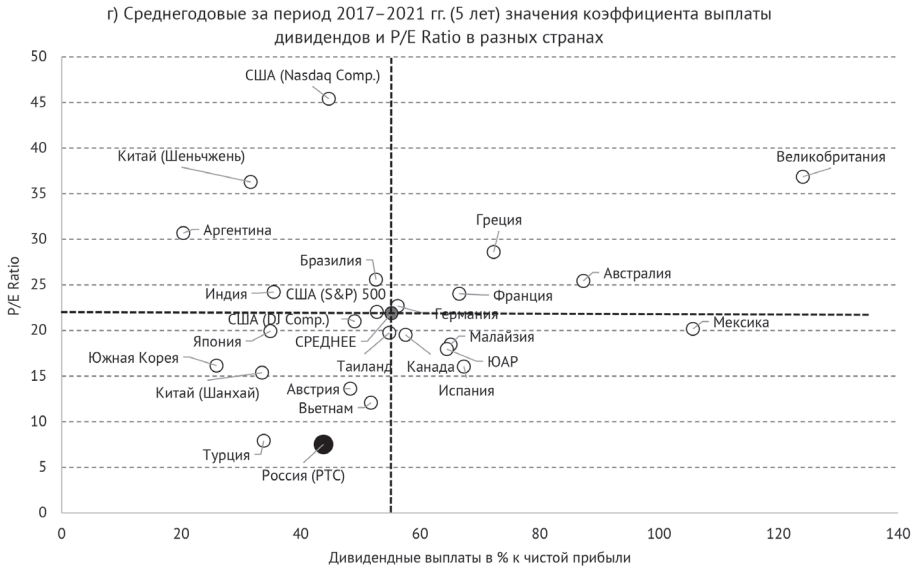
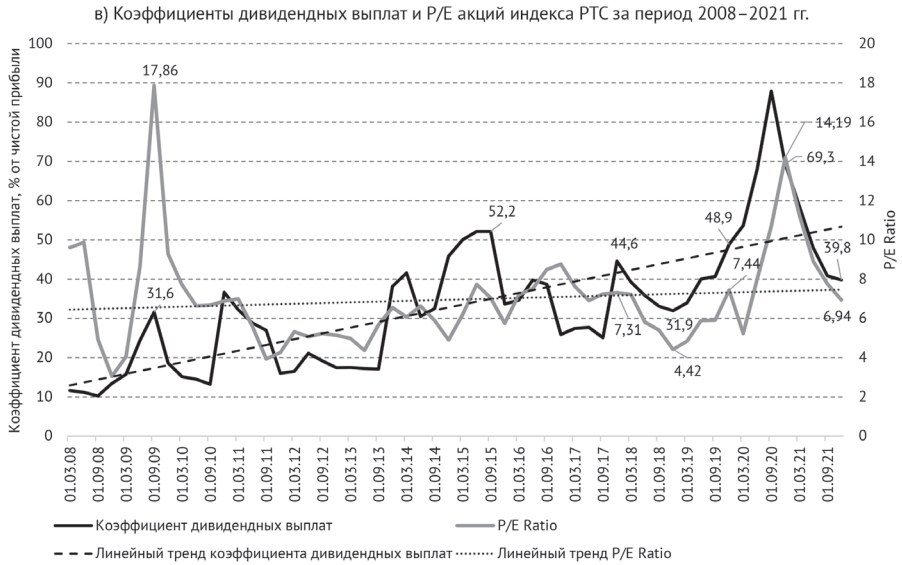


Рис. 20. Дивидендная доходность (dividend yield) акций индекса РТС, % к их рыночной стоимости по состоянию на 31 декабря 2021 г.

Источник: Расчеты авторов по данным Bloomberg.

акционеров советы директоров не менее 10 ПАО (Московская биржа, «Мать и дитя», «Распадская», «Энел Россия», X5 Group, Русагро, Группа ЛСР, «Черкизово», НЛМК) выступили с рекомендациями не выплачивать дивиденды по результатам деятельности компаний в 2021 г.¹

При этом происходившее одновременно со снижением показателя дивидендных выплат сокращение коэффициента P/E Ratio с 14,2 в 2020 г. до 6,9 в 2021 г. (*рис. 20в*) за счет опережающего роста чистой прибыли компаний по сравнению с их капитализацией (ценами акций) в силу указанных выше особенностей расчета индикатора дивидендной доходности привело к тому, что в целом по итогам 2021 г. показатель дивидендной доходности не снизился, а даже немного вырос.

В течение 2017–2021 гг. индекс РТС уступал другим фондовым индексам по критериям размера дивидендных выплат и P/E Ratio (*рис. 20г*). Однако, если по критерию дивидендных выплат в размере 43,8% отставание индекса РТС от среднего значения (55,2%) было умеренным, то по критерию P/E Ratio российский индекс имел самое низкое значение из всей выборки; значение данного коэффициента составляло 7,5 при среднем уровне 21,9%. При таком соотношении ключевых компонентов показателя дивидендной доходности его среднее значение в 2017–2021 гг. оказалось самым высоким из всей выборки 26 фондовых индексов разных стран (*рис. 20б*).

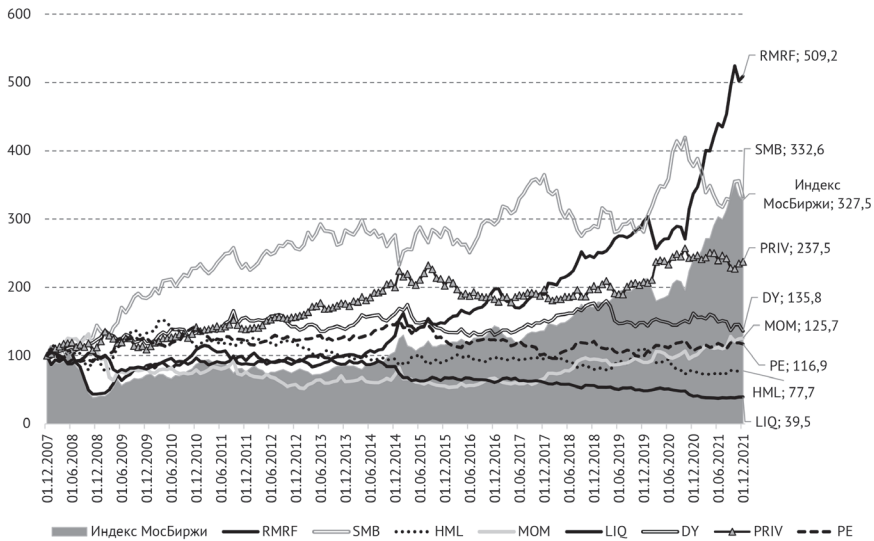
В период 2007–2021 гг. (14 лет) накопленная премия за риск по акциям российских эмитентов² составила 227,5% по индексу полной доходности³ МосБиржи и 409,2% по рассчитываемому нами индексу широкого рыночного портфеля RMRF (*рис. 21*). Это означает, что более диверсифицированный портфель индекса RMRF дополнительно включал такие акции, которые имели более высокую доходность, но не участвовали в формировании портфеля индекса МосБиржи.

Выпуски 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, доходность акций за предшествующий период и коэффициент P/E. Под каждый из указанных критериев был составлен отдельный портфель акций, пересматриваемый ежеквартально. Данный подход позволяет ежемесячно оценивать доходность акций разных групп компаний, подобранных по тому или иному

1 URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/6245a0b89a7947dc260e2ec3>

2 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.

3 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 доходностей 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 долей государства была более 10%. PE – фактор роста, рассчитанный как разница средневзвешенной доходности портфелей из акций с высоким и низким коэффициентом PE (с учетом дивидендов)¹.

Рис. 21. Накопленная доходность индексов МосБиржи и широкого индекса акций RMRF и влияющие на них инвестиционные факторы с декабря 2007 г. по декабрь 2021 г.

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

¹ Более подробно методика расчета доходности факторов изложена на страницах «Конструктор CAPM-ру» сайта РАНХиГС. URL: <https://ipei.ranepa.ru/capm-ru/metodika-rascheta-faktorov>

признаку¹. Он позволяет оценивать эффективность стратегий компаний с помощью указанных финансовых показателей, а также строить стратегии факторного инвестирования, широко применяемые институциональными инвесторами в разных странах мира².

В 2021 г. накопленные премии по шести из семи стратегий факторного инвестирования, рассчитываемые как разница между доходностью портфеля акций с высоким значением фактора за минусом доходности портфеля с низким значением фактора, не приносили дополнительной доходности по сравнению с доходностями широкого индекса RMRF и индекса МосБиржи за минусом величины безрисковой доходности (*рис. 21*). Лишь доходность по фактору компаний малой капитализации ненамного превысила накопленную доходность индекса МосБиржи. Это соответствует распространенным теоретическим предположениям о том, что в период роста фондовых рынков более диверсифицированные портфели обладают преимуществами в доходности по сравнению с менее диверсифицированными портфелями.

Закономерности, изложенные в примечании к *рис. 21*, не означают, что на российском рынке акций факторные стратегии не работают и не позволяют получать дополнительную прибыль по сравнению с доходностью широкого рыночного портфеля. Построение факторных портфелей с отбором акций только с высокими значениями факторов (т.е. лишь с длинными позициями акций в данных портфелях) в 2007–2021 гг. по ряду факторов приносило существенно более высокую доходность, чем рассматриваемые рыночные портфели (без уменьшения последней на доходность безрискового актива). Как показано на *рис. 22*, на временном горизонте 2007–2021 гг. накопленные доходности портфелей акций частных компаний в размере 819,4%, компаний с самой высокой дивидендной доходностью 699,0%, акций роста (с высоким коэффициентом P/E Ratio) 595,9% и акций с наибольшим ростом 579,9% существенно превышали накопленные доходности широкого индекса акций RMRF и индекса МосБиржи, составлявшие соответственно 477,9 и 271,3%³.

В *табл. 5* на 15-летнем горизонте 2007–2021 гг. отражается похожая закономерность: среднегодовые доходности портфелей акций малых компаний, компаний с наибольшим ростом и с самой высокой дивидендной доходностью превышали доходность широкого портфеля акций RMRF. Таким образом, с помощью факторных стратегий инвестирования инвесторы в российские акции имели возможность существенно повышать доходность своих портфельных инвестиций на протяжении 2007–2021 гг.

- 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 Интернете по адресу: <https://ipei.ranepa.ru/ru/capm-ru>.
- 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.
- 3 Некоторые расхождения в значении накопленной рыночной доходности индексов RMRF и МосБиржи на *рис. 21* и *22* объясняются тем, что начальной точкой расчетов на *рис. 19* являлся декабрь 2007 г., а на *рис. 20* – январь 2008 г.

Таблица 5

Годовая доходность всех длинных факторных портфелей, 2007–2021 гг., %

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Средняя доходность 2007–2020 гг.
Безрисковая ставка	-0,1	-12,7	24,8	2,5	-1,2	6,9	-3,5	-20,9	19,7	6,8	5,0	-5,1	12,1	1,7	-11,3	0,99
Компании с государ- ственным 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	33,0	8,98
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	0,7	32,3	10,20
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	9,9	9,13
Компании без дивиден- дов	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	36,6	10,93
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	50,9	12,76
Компании с низкой диви- дендной 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	-16,2	8,82
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	34,8	12,66
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	34,7	13,25
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	8,4	9,3	12,01
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	34,7	13,70
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	37,9	15,26
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	25,2	15,07
Компании с высокой диви- дендной 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	21,9	22,4	15,41
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	40,1	16,65
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	25,7	15,95
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		15,74
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	20,1	26,21

Источник: Расчеты авторов по данным ресурса «Конструктор САРМ-ги ИПЭИ» РАНХиГС. URL: <https://ipei.ranepa.ru/carm-gi>

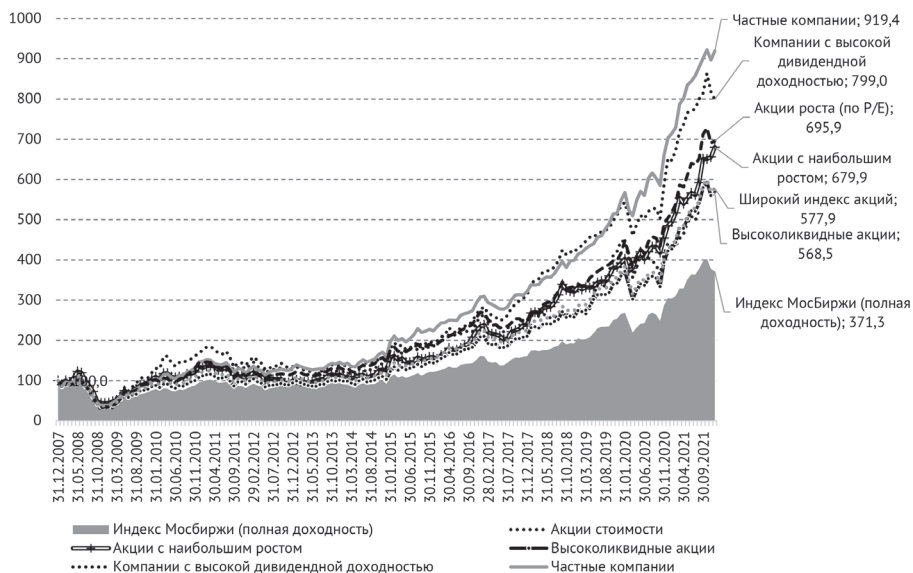


Рис. 22. Накопленная доходность портфелей из наиболее доходных категорий акций по сравнению с индексом МосБиржи, декабрь 2007 г. = 100%, с декабря 2007 г. по декабрь 2021 г.

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

3.1.5. Организация рынка акций

В 2021 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 309 млрд долл. в 2020 г. до 380 млрд долл., или на 23,0% (рис. 23). Рост спроса на акции российских компаний позволил повысить общую капитализацию эмитентов с 695 млрд долл. в 2020 г. до 842 млрд долл. в 2021 г., или на 21,2%.

В течение 9 лет, начиная с 2013 г., продолжается тенденция сокращения числа российских эмитентов в листинге акций на Московской бирже (рис. 24). В 2021 г. число эмитентов в биржевом листинге сократилось еще на 3 компании по сравнению с 2020 г. и составило 210 эмитентов. Основная проблема пополнения листинга заключается в слабом притоке на биржу новых российских компаний.

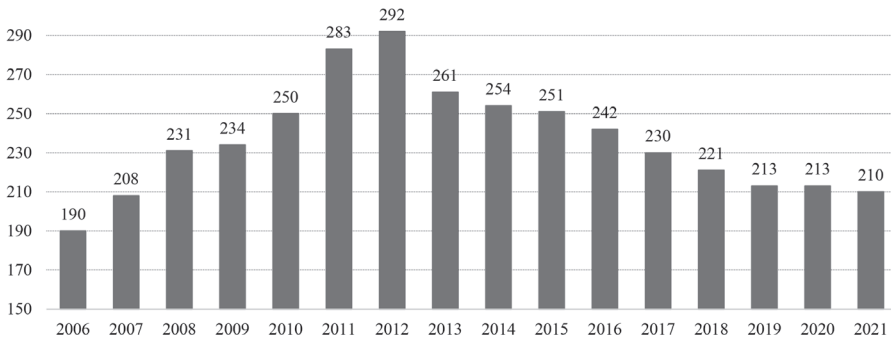
В 2020–2021 гг. наблюдался процесс оживления сделок публичного размещения акций российских компаний (IPO и SPO) на российских и зарубежных биржах. Однако серьезной проблемой российского фондового рынка является отсутствие надлежащего статистического учета данных сделок финансовыми регуляторами и аналитическими ресурсами. Это проявляется в серьезных



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

Рис. 23. Капитализация и объем рыночных сделок с акциями* на Московской бирже в 2013–2021 гг., млрд долл.

Источник: Расчеты авторов по данным Всемирной федерации бирж.



* За период 2006–2011 гг. приводятся данные по листингу биржи ММВБ, за 2012–2021 гг. – по листингу ПАО «Московская биржа»

Рис. 24. Количество российских компаний в листинге Московской биржи в 2006–2020 гг.*

Источник: Расчеты авторов по данным сборника НАУФОР «Российский фондовый рынок в 2015 г. События и факты» за 2006–2008 гг., а также по данным Всемирной федерации бирж за период 2009–2021 гг.

расхождений в статистике IPO-SPO российских компаний в данных Московской биржи, Всемирной федерации бирж, Bloomberg, Preqvеса.ru и других провайдеров. В настоящем обзоре на примере сделок 2020–2021 гг. мы впервые попытались предложить классификацию сделок публичного размещения акций на российских и иностранных биржах компаний, зарегистрированных

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

Как видно из *табл. 6*, суммарный объем сделок IPO-SPO с участием российских компаний на всех биржах (без учета сделок ADDL) вырос с 2,9 млрд долл. в 2020 г. до 4,9 млрд долл. в 2021 г., или в 1,7 раза. Из общей суммы указанных сделок в 2021 г. сделки на сумму 3,0 млрд долл. (61,2%) осуществлялись с привлечением капитала, остальные 38,8% сделок представляли собой перепродажу акций их прежними владельцами. Из общей стоимости сделок IPO-SPO 2021 г. 2,1 млрд долл., или 42,9%, приходилось на сделки на российских биржах, остальные 57,1% представляли собой сделки, заключаемые на иностранных биржах.

Таблица 6

**Классификация сделок IPO-SPO российских компаний
в 2020–2021 гг., млн долл.**

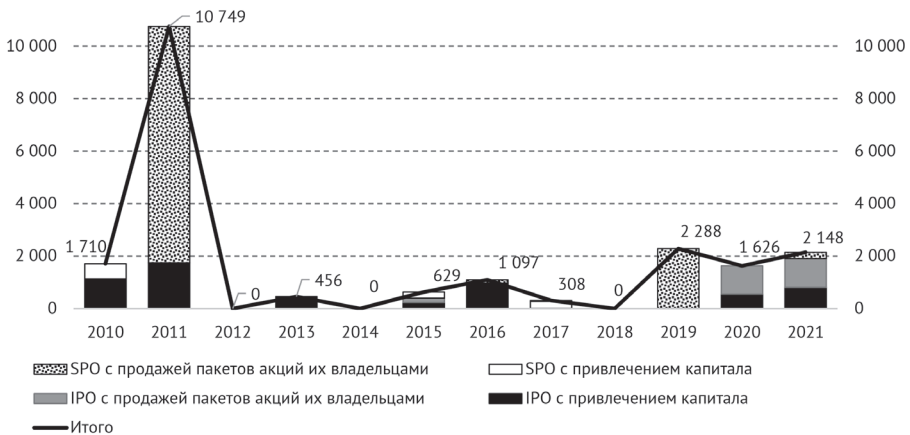
	2020	2021	Измене- ние, %
1. Сделки на российских биржах, всего	1625,8	2148,1	32,1
В том числе:			
IPO с привлечением нового капитала	550,0	807,9	46,9
IPO с перепродажей пакета акций действующих владельцев	1075,8	1100,1	2,3
SPO с привлечением нового капитала	0	0	
SPO с перепродажей пакета акций действующих владельцев	0	240,0	
2. Сделки на иностранных биржах, всего	1311,1	2766,4	111,0
В том числе:			
IPO с привлечением нового капитала	1311,1	2204,7	68,2
IPO с перепродажей пакета акций действующих владельцев	0	561,7	
SPO с привлечением нового капитала	0	0	
SPO с перепродажей пакета акций действующих владельцев	0	0	
3. Сделки на российских и иностранных биржах, всего	2936,9	4914,5	67,3
В том числе:			
IPO с привлечением нового капитала	1861,1	3012,6	61,9
IPO с перепродажей пакета акций действующих владельцев	1075,8	1661,9	54,5
SPO с привлечением нового капитала	0	0	
SPO с перепродажей пакета акций действующих владельцев	0	240,0	
4. Сделки с ускоренным формированием книги заявок (ADDL)	136,5	2681	1864,1

Источник: Расчеты авторов по данным первичной статистики эмитентов и терминала Bloomberg.

1 На основе классификации сделок Всемирной федерации бирж нами выделено 9 разновидностей сделок публичного размещения акций на биржах. В первую группу входят 4 типа сделок, осуществляемых на российских биржах, предполагающие проведение IPO или SPO акций с привлечением нового капитала в компанию или с простой перепродажей акций их прежними владельцами (т.е. без привлечения нового капитала в компанию). Во вторую группу входят аналогичные 4 типа сделок при проведении IPO и SPO, однако только на зарубежных биржах с акциями компаний, осуществляющих основную деятельность преимущественно в России. Наконец, девятый тип сделок предполагает продажу крупных пакетов акций публичной компании путем ускоренного формирования книги заявок. По нашему мнению, девятый тип сделок не является сделками IPO-SPO пакетов акций компаний в силу закрытости данных сделок от широкого круга инвесторов и, как правило, внебиржевого механизма сбора заявок.

Основными направлениями развития рынка IPO-SPO российских компаний является увеличение доли российских бирж в объемах указанных сделок, а также улучшение параметров сделок на российских биржах, в частности, повышение, при прочих равных условиях, размеров недооценки¹ и долгосрочной избыточной доходности данных акций.

Данные о сделках IPO-SPO российских компаний, совершенных на российских биржах в 2010–2021 гг., без учета аналогичных сделок на зарубежных биржах приведены на рис. 25. 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 и 2018 гг. они не проводились. В 2019, 2020 и 2021 гг. объемы сделок IPO-SPO на внутренних биржах составили соответственно 2,3 млрд, 1,6 млрд и 2,1 млрд долл.



* IPO (initial public offering) 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 (secondary public offering) – 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.

Примечание. В 2019 г. данные 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 5 067 млн долл., вследствие их нерыночного характера.

Рис. 25. Стоимость разных типов сделок IPO и SPO* на российских биржах в 2010–2021 гг., млрд долл.

Источник: Расчеты авторов по данным Всемирной федерации бирж (ВФБ), Bloomberg и первичной статистике эмитентов.

1 Разница между ценой размещения акций на IPO-SPO и ценой закрытия торгов на бирже в первый день обращения размещаемых акций на бирже в процентах к цене размещения. Низкий размер недооценки, как правило, свидетельствует о том, что при публичном размещении акции были проданы по завышенной цене, а также о низком инвестиционном спросе инвесторов на бирже в первый день биржевых торгов.

Низкая активность на рынке публичных размещений акций в России связана с проблемами как предложения новых акций со стороны эмитентов, так и недостаточного инвестиционного спроса у инвесторов. В условиях высокой 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. Как показано на рис. 26, в мире после двух лет спада сделок M&A в 2019–2020 гг. их объем в 2021 г. вырос на 57,2% и достиг 5,1 трлн долл. В России стоимость совершенных сделок M&A увеличилась с 37 млрд долл. в 2020 г. до 38 млрд долл. в 2021 г., или на 2,7%, однако в меньшей степени, чем в мире. Начиная с 2014 г. наблюдается тенденция к некоторой стагнации данных сделок с участием российских компаний, их объем снизился с 59 млрд долл. в 2014 г. до 38 млрд долл. в 2021 г., или на 35,6%. Доля России в мировом объеме сделок M&A сократилась за то же время с 1,5 до 0,7%.

По ключевым показателям, характеризующим емкость рынка акций, российские биржи заметно уступают многим зарубежным конкурентам. По количеству

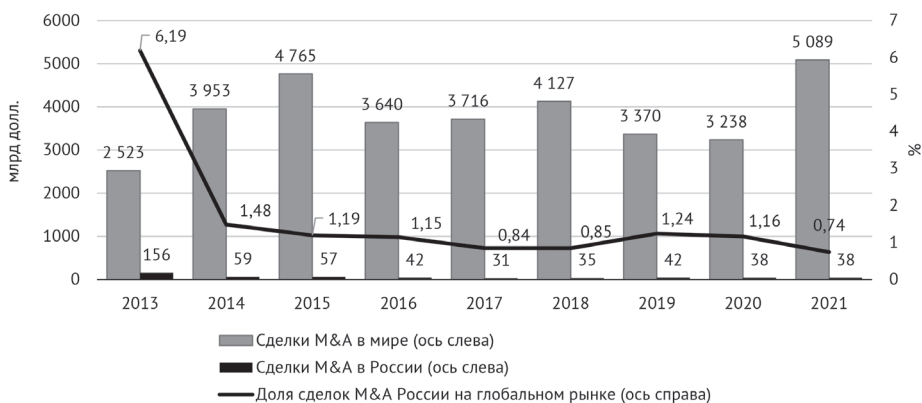


Рис. 26. Стоимость сделок слияний-поглощений (M&A) в мире и в России (млрд долл.) и доля сделок M&A в России в общей стоимости аналогичных сделок в мире (%), 2013–2021 гг.

Источник: Расчеты авторов по данным информационных ресурсов Merger.ru (<http://mergers.ru/>) агентства Cbonds и Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) ([URL: https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/](https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/)) и PwC ([URL: https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html#:~:text=Global%20mergers%20and%20acquisitions%20\(M%26A,an%20unprecedented%2024%25%20from%202020](https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html#:~:text=Global%20mergers%20and%20acquisitions%20(M%26A,an%20unprecedented%2024%25%20from%202020))

национальных компаний в листинге в 2021 г. доля Московской биржи в совокупном количестве листинговых компаний снизилась с 0,51% в 2013 г. до 0,39% в 2021 г. (рис. 27а). По размеру капитализации эмитентов в 2021 г. доля Московской биржи в глобальной капитализации компаний сократилась с 1,03% в 2013 г. до 0,68% в 2021 г. (рис. 27б).

По объему рыночных сделок с акциями в 2021 г. доля Московской биржи в совокупном объеме биржевых сделок с акциями сократилась с 0,33% в 2013 г. до 0,22% в 2021 г. (рис. 27в). В 2021 г. доля МосБиржи в глобальном объеме биржевых сделок с акциями не изменилась по сравнению с предшествующим годом, что свидетельствует о том, что прирост объемов торговли акциями на российской бирже в связи с приходом массового инвестора шел вровень с аналогичным процессом на зарубежных биржах.

Медленный рост, а в ряде случаев и ухудшение индикаторов глубины рынка акций российских компаний связаны с такими факторами, как замедление экономического роста, действие санкций, чрезмерный уровень регуляторной нагрузки, слабость внутренних 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 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. 28, табл. 7). В общей капитализации эмитентов доля 10 крупнейших ПАО выросла с 61,7% в 2011 г. до 65,8% в 2021 г., доля 20 крупнейших эмитентов акций – соответственно с 77,0 до 80,6%. 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 две компании – «Яндекс» и отчасти «Сбер» (как финансовая экосистема) представляют сектор высокотехнологичных компаний. Борьба за первое место по капитализации в последнее время идет между пятью компаниями – «Газпром», Сбербанком, НК «Роснефть», «Лукойлом» и НОВАТЭК. В 2021 г. самой капитализированной компаний оказался «Газпром» за счет ускоренного роста цен на газ, начавшегося с апреля 2021 г.

В 2021 г. уровень концентрации крупнейших эмитентов по сравнению с предшествующим годом вырос с 80,0 до 80,6% по топ-20 ПАО и с 64,4 до 65,8% по топ-10 компаний. В 2021 г. ускоренное восстановление российской экономики происходило за счет роста прежде всего таких проциклических отраслей, как энергетика и банковский сектор, где лидерами выступают крупнейшие публичные компании. Поэтому их роль в суммарной капитализации в 2021 г. выросла.

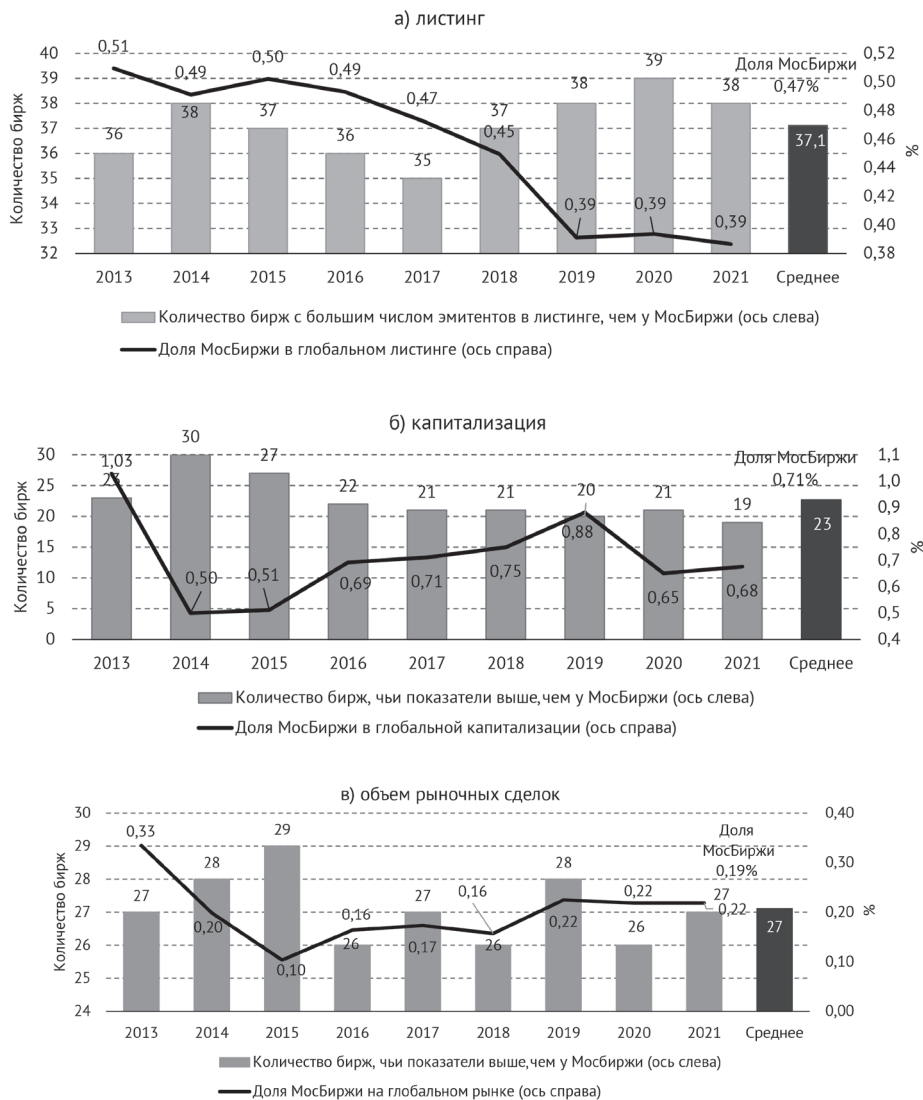


Рис. 27. Показатели конкурентоспособности российского рынка акций в 2013–2021 гг.: а) количество иностранных бирж с большим числом эмитентов в листинге, чем у Московской биржи, и доля (%) МосБиржи в выборке листинговых компаний на глобальном фондовом рынке; б) количество бирж с большей капитализацией 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

Источник: Расчеты авторов по данным ВФБ и Московской биржи.

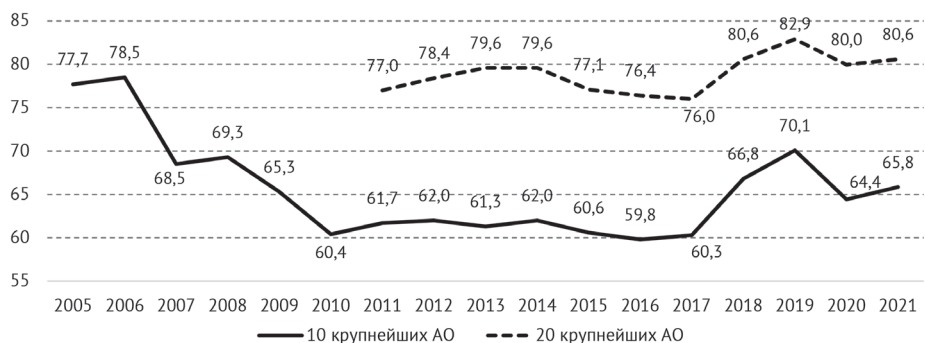


Рис. 28. Доля крупнейших ПАО в капитализации внутреннего рынка акций, %

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи.

Таблица 7

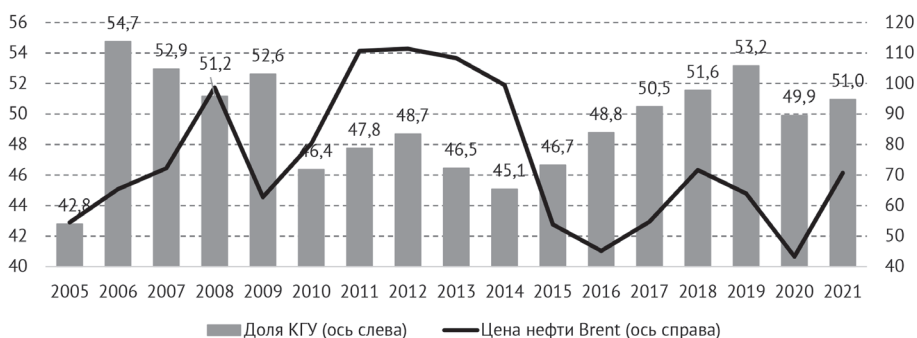
Капитализация 10 крупнейших российских публичных акционерных обществ (ПАО) в 2019–2021 гг.

Эмитент	2019 г.		Эмитент	2020 г.		Эмитент	2021 г.	
	Капитализация, млрд руб.	Уд. вес, %		Капитализация, млрд руб.	Уд. вес, %		Капитализация, млрд руб.	Уд. вес, %
ПАО «Газпром»	6 077	12,5	ПАО «Сбербанк»	5 873	11,4	ПАО «Газпром»	8 078	12,9
ПАО «Сбербанк»	5 482	11,3	ПАО «Газпром»	5 024	9,8	ПАО «НК «Роснефть»	6 336	10,1
ПАО «НК «Роснефть»	4 776	9,8	ПАО «НК «Роснефть»	4 620	9	ПАО «Сбербанк»	6 329	10,1
ПАО «Лукойл»	4 405	9,1	ПАО «НОВАТЭК»	3 814	7,4	ПАО «НОВАТЭК»	5 248	8,4
ПАО «НОВАТЭК»	3 834	7,9	ПАО «ГМК «Норильский никель»	3 738	7,3	ПАО «Лукойл»	4 539	7,2
ПАО «ГМК «Норильский никель»	3 050	6,3	ПАО «Лукойл»	3 590	7	ПАО «ГМК «Норильский никель»	3 496	5,6
ПАО «Газпром нефть»	1 995	4,1	ПАО «Полюс»	2 049	4	ПАО «Газпром нефть»	2 568	4,1
ПАО «Сургутнефтегаз»	1 814	3,7	ЯНДЕКС Н.В.	1 634	3,2	ПАО «Полюс»	1 761	2,8
ПАО «Татнефть им. В.Д. Шашина»	1 668	3,4	ПАО «Газпром нефть»	1 507	2,9	ЯНДЕКС Н.В.	1 447	2,3

Эмитент	2019 г.		Эмитент	2020 г.		Эмитент	2021 г.	
	Капитализация, млрд руб.	Уд. вес, %		Капитализация, млрд руб.	Уд. вес, %		Капитализация, млрд руб.	Уд. вес, %
ПАО «Полюс»	945	1,9	ПАО «Сургутнефтегаз»	1 286	2,5	ПАО «Сургутнефтегаз»	1 423	2,3
Капитализация всех эмитентов на МБ	48 579	100	Капитализация всех эмитентов на МБ	51 428	100	Капитализация всех эмитентов на МБ	62 604	100
Капитализация топ-5 эмитентов	24 574	50,6	Капитализация топ-5 эмитентов	23 070	44,9	Капитализация Топ-5 эмитентов	30 528	48,8
Капитализация топ-10 эмитентов	34 047	70,1	Капитализация топ-10 эмитентов	33 137	64,5	Капитализация Топ-10 эмитентов	41 224	65,8

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи.

В 2021 г. доля компаний с государственным участием (КГУ)¹ в капитализации выросла до 51,0% по сравнению с 49,9% в 2020 г. (рис. 29). Учитывая, что наиболее капитализированные КГУ работают в таких отраслях, как ТЭК, энергетика, транспорт и банковская деятельность, рост доли КГУ в капитализации обычно происходит в периоды повышения цен на нефть (2010–2012 гг., 2016–2018 гг., 2021 г.), а ее снижение – в периоды падения нефтяных цен (2013–2014 гг., 2020 г.). До кризиса 2008 г. данная закономерность не работала, возможно, из-за того, что параллельно с ростом цен на нефть сильное влияние на капитализацию



Примечание. Данные о доле капитализации КГУ в 2021 г. являются предварительными.

Рис. 29. Доля компаний с государственным участием (КГУ) в капитализации внутреннего рынка акций и цена барреля нефти Brent в 2005–2021 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%.

российских эмитентов тогда оказывал поток иностранных портфельных инвестиций, а также проведение структурных реформ, таких как реструктуризация ПАО «ЕЭС России» и создание государственных институтов развития.

Массовый приход частных инвесторов на фондовый рынок во время пандемии коронавируса сопровождался повышением роли физических лиц в формировании биржевой ликвидности рынка акций. На этом фоне в структуре биржевых сделок с акциями произошел позитивный сдвиг в виде повышения в ней доли более прозрачных рыночных сделок с 19,9% в 2019 г. до 32,8% в 2020 г. (рис. 30). Однако в 2021 г. доля рыночных сделок в структуре биржевых торгов сократилась до 31,3%, что могло быть вызвано повышением доли сделок РЕПО с акциями, с помощью которых осуществляется кредитование сделок с ценными бумагами. В первые два месяца 2022 г. доля рыночных сделок выросла до 44,3%, что, вероятно, было вызвано притоком на внутренний рынок акций средств иностранных портфельных инвесторов.

При формировании биржевой ликвидности акций индивидуальные инвесторы стали второй после нерезидентов силой, определяющей спрос и предложение на рынке акций (табл. 8). 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 то же время повысилась с 36,7 до 44,1%. Однако в 2021 г. и в январе 2022 г. доля нерезидентов заметно выросла: в 2021 г. они преимущественно продавали акции российских компаний, которые покупали физические лица.

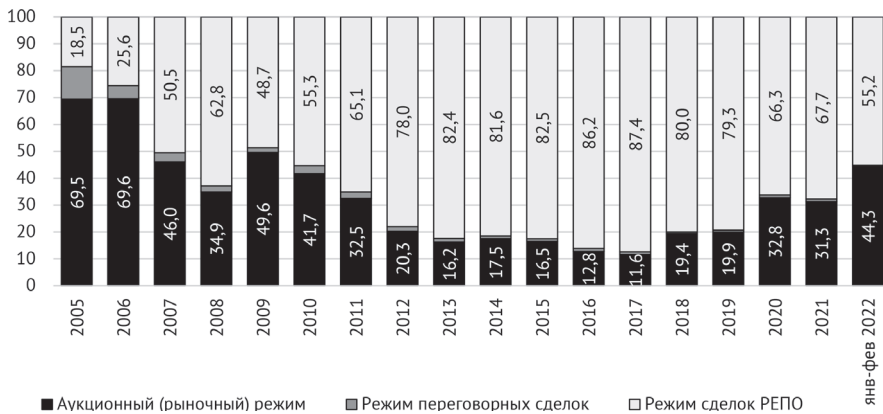


Рис. 30. Структура сделок с акциями на основном рынке Московской биржи с 2005 г. по февраль 2022 г., %

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи и Всемирной федерации бирж.

С момента возобновления торгов акциями на Московской бирже с 24 марта 2022 г. доля граждан в биржевых сделках с акциями выросла до 58%. Для внутреннего фондового рынка наступила новая реальность, когда формирование биржевой ликвидности акций сможет опираться преимущественно на внутренних инвесторов, прежде всего физических лиц.

**Структура инвесторов в режиме основных торгов акциями
на Московской бирже**

	2017	2018	2019	2020	2021
Нерезиденты	47,5	51,2	47,5	44,6	47,7
Физические лица	35,3	34,7	36,7	44,1	40,3
Дилеры	8,9	8,2	8,1	5,8	6,7
Юридические лица	5,1	3,8	4,7	3,3	3,1
Доверительные управляющие	3,2	2,1	3,0	2,0	2,2

Источник: Составлено авторами по данным Московской биржи¹.

3.1.6. Общие характеристики внутреннего рынка облигаций

В отличие от благополучного для рынка облигаций 2020 г., его рост в 2021 г. заметно замедлился, что было вызвано ускорением инфляции в мире и в России, нарастанием геополитической напряженности и последовавшим в ответ на повышение инфляционных рисков переключением Банка России на более жесткую денежно-кредитную политику. В 2021 г. инфляция в России выросла до 8,4% по сравнению с 4,9% в 2020 г. В этих условиях в течение 2021 г. Банк России был вынужден 7 раз подряд повышать ключевую ставку, которая выросла за год с 4,25 до 8,50%. Рост ключевой ставки вызвал повышение стоимости заимствования на облигационном рынке у эмитентов и снижение рыночной стоимости ранее выпущенных облигаций в портфелях инвесторов.

Важным фактором развития рынка облигаций в 2021 г. выступал существенный рост прибыли нефинансовых компаний и банков на фоне восстановления экономики и благоприятной конъюнктуры цен на глобальных сырьевых рынках. Данный фактор способствовал сокращению предложения корпоративных облигаций со стороны эмитентов с высокими кредитными рейтингами, что открыло облигационный рынок для заимствований менее качественными эмитентами, в том числе ориентированными на привлечение денежных средств от частных инвесторов.

Наблюдавшееся в 2021 г. уменьшение спроса на ОФЗ со стороны нерезидентов было вызвано введением санкций со стороны администрации США, запретившей американским инвесторам покупать ОФЗ на первичном рынке, а также появление информации о возможности введения также запрета и на покупку ОФЗ на вторичном рынке. Минфин США запретил банкам и другим финансовым институтам страны приобретать на первичном рынке номинированные в рублях и иных валютах облигации, выпущенные Банком России, Фондом национального благосостояния или Министерством финансов России после 14 июня 2021 г., а также предоставлять последним ссуды.

1 URL: https://www.moex.com/s2184?fbclid=IwAR1Xl1wazyliXc5_77Q7usAilbS4BwecrqBWQ8XtdlHJ78fvoc0bejFDTLA

В 2021 г. объемы рынка облигаций в России выросли до 34,4 трлн руб. по сравнению с 31,8 трлн руб. в 2020 г.; темпы их роста составили 8,5%, что было ниже показателя предшествующего года в размере 24,2% (рис. 31).

Стоимость корпоративных облигаций (КО), включая нерыночные выпуски, за год увеличилась с 16,2 трлн до 17,6 трлн руб., или на 8,6%; федеральных облигаций (ОФЗ, ГСО и др.) – с 14,1 трлн до 15,8 трлн руб., или на 12,1%; региональных облигаций – с 0,9 трлн до 1,0 трлн руб., или на 11,1%. В конце 2021 г. Банк России выкупил все свои облигации у банков в целях рефинансирования их деятельности в условиях повышенных геополитических рисков и угрозы введения санкций.

В 2021 г. произошло существенное сокращение объемов новых размещений облигаций (рис. 32). Объем новых выпусков корпоративных облигаций уменьшился с 4,2 трлн руб. в 2020 г. до 3,4 трлн руб. в 2021 г., или на 19,0%;

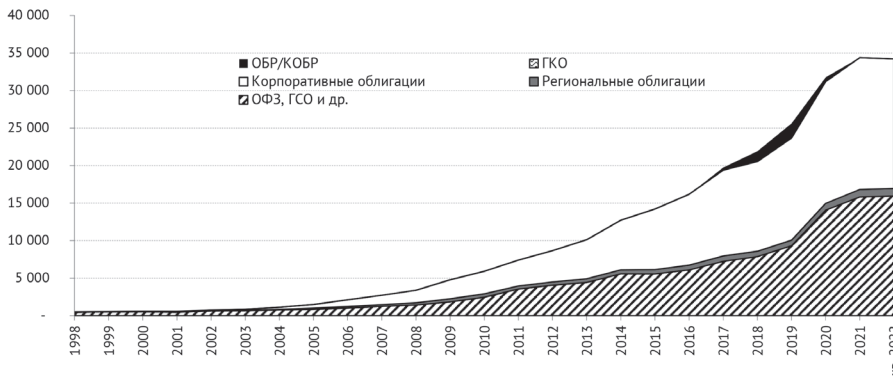


Рис. 31. Объемы рублевых облигаций в обращении с 1998 г. по февраль 2021 г., млрд руб.

Источник: Расчеты авторов по данным Минфина России и Cbonds.

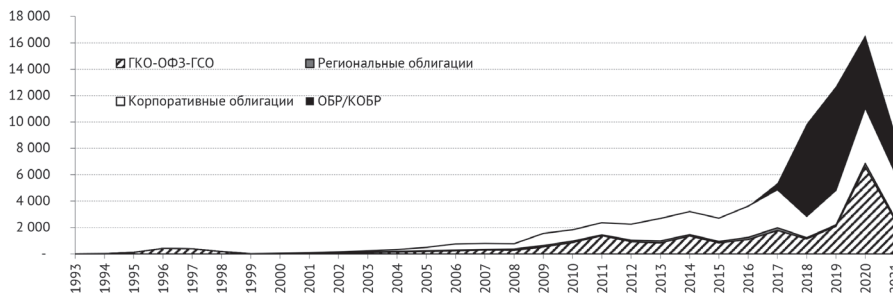


Рис. 32. Объемы размещений рублевых облигаций в 1993–2021 гг., млрд руб.

Источник: Расчеты авторов по данным Cbonds.

облигаций федерального займа – с 6,6 трлн до 2,6 трлн руб., или на 60,6%; региональных облигаций с 264,9 млрд до 157,6 млрд руб., или на 40,5%; облигаций Банка России – с 5,5 трлн до 3,1 трлн руб., или на 43,6%.

В 2021 г. продолжилась негативная тенденция, наблюдавшаяся в 2020 г., по сокращению биржевой ликвидности рынка облигаций. В отличие от рынка акций, где драйверами роста объемов рыночных сделок выступают физические лица и нерезиденты, на долю которых в 2021 г. приходилось 88% указанных сделок, на облигационном рынке доля указанных участников рынка в объемах торгов составляла только 23%¹. Для банков – основных инвесторов на рынке облигаций более привлекательными являются сделки с ними на денежном рынке, позволяющие получать дополнительную прибыль за счет льготного фондирования своих ресурсов под залог облигаций.

Стоимость рыночных сделок и сделок РПС на вторичном биржевом рынке облигаций снизилась с 11,1 трлн руб. в 2020 г. до 10,1 трлн руб. в 2021 г., или на 9,0%. Напротив, объем денежного рынка в виде сделок РЕПО оставался стабильным на уровне 283,4 трлн руб. в 2020 г. и 283,6 трлн руб. в 2021 г. В результате доля рыночных сделок и сделок РПС в общих объемах торгов облигациями сократилась с 4,5% в 2020 г. до 3,4% в 2021 г. (рис. 33). Поскольку с помощью именно рыночных сделок и сделок РПС формируется справедливая стоимость облигаций, сокращение биржевой ликвидности облигационного рынка делает его менее прозрачным и более рискованным для инвесторов.



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

Рис. 33. Структура сделок с облигациями на Московской бирже с 2005 г. по февраль 2022 г., %

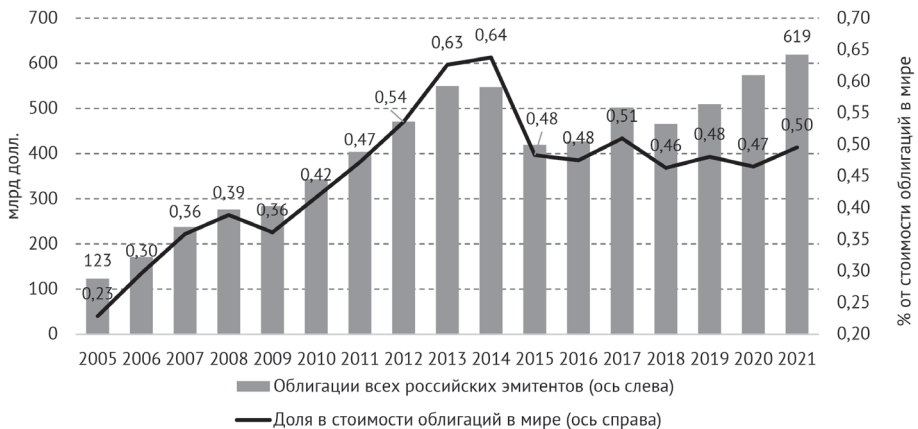
Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи и ВФБ.

¹ По данным презентации Московской биржи для акционеров за март 2022 г. URL: <https://www.moex.com/s865>

Наши расчеты на основании данных Московской биржи о ежемесячных объемах торгов¹ показывают, что в результате временного приостановления объема биржевых торгов ценными бумагами с 28 февраля до 24 марта 2022 г. объемы рыночных и РПС сделок с облигациями снизились с 2,1 трлн руб. в I квартале 2021 г. до 1,7 трлн руб. в I квартале 2022 г., или на 48,0%. В то же время на денежном рынке суммарный объем сделок РЕПО с облигациями и портфелями ценных бумаг за тот же период времени вырос с 62,3 трлн до 132,2 трлн руб., или на 112,3%.

Сделки РЕПО не формируют справедливую (рыночную) стоимость ценных бумаг, которая обычно должна сигнализировать о кредитных рисках эмитентов, рисках 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. Это ограничивает возможности управления портфелями инвесторов, снижая их эффективность. Изменение рыночных трендов, например, рост инфляции и повышение ключевой ставки, создает серьезные проблемы держателям облигаций, не имеющим возможности своевременно продать их на рынке и провести реструктуризацию своего облигационного портфеля.

Все виды облигаций российских эмитентов составляют лишь 0,5% от стоимости облигаций, находящихся в обращении в мире (рис. 34). Динамичный рост облигаций российских эмитентов со 123 млрд долл. в 2005 г. до 547 млрд



Примечание. Стоимость облигаций в мире за 9 месяцев 2021 г. – по данным SIFMA (США). Облигации российских эмитентов включают корпоративные, государственные и муниципальные внутренние облигации и еврооблигации.

Рис. 34. Стоимость находящихся в обращении облигаций российских эмитентов (млрд долл.) и их доля в стоимости облигаций в мире (%)

Источник: Расчеты авторов по данным Cbonds и SIFMA.

1 URL: <https://www.moex.com/s868>

долл. в 2014 г. сопровождался также увеличением доли российских облигаций в стоимости облигаций в мире с 0,23 до 0,64%, поскольку рост облигационного рынка в России опережал рост мирового рынка облигаций. Однако в дальнейшем указанная тенденция изменилась. Рост стоимости российских облигаций с 427 млрд долл. в 2016 г. до 619 млрд долл. в 2021 г. сопровождался стагнацией доли российских облигаций в мире на уровне 0,5%, т.е. в последние 6 лет российский рынок облигаций рос примерно теми же темпами, что и весь рынок облигаций в мире.

3.1.7. Фундаментальные характеристики корпоративных облигаций

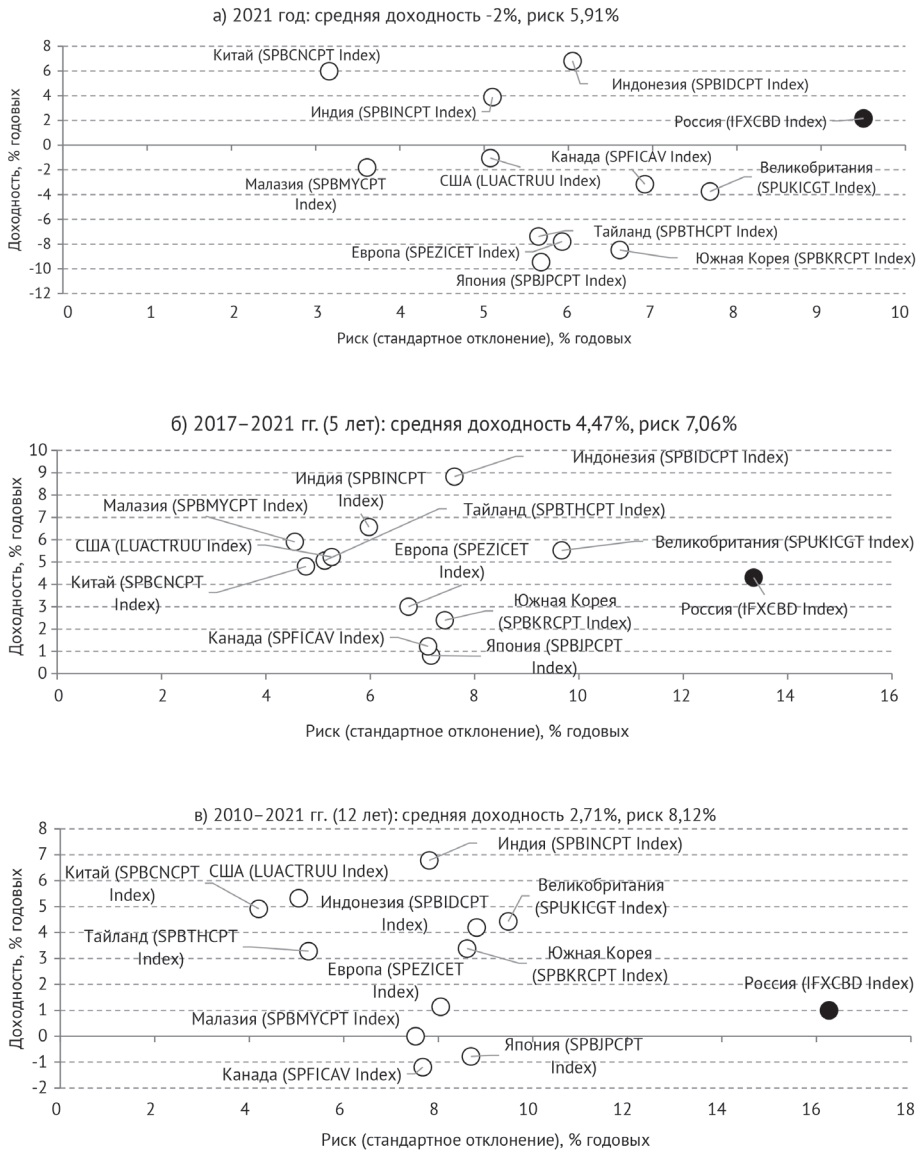
Сравнение параметров доходности и риска (стандартного отклонения) индексов КО 12 разных стран, включая российского IFXCBD Index, на временных горизонтах – 1 год, 5 лет и 12 лет – за 2010–2021 гг. представлено на *рис. 35 (а, б, в)*¹. При этом в целях сопоставимости результатов исторические ряды доходности и соответственно риски скорректированы с учетом курса доллара.

На всех рассматриваемых временных горизонтах индекс IFXCBD характеризовался, как правило, самым высоким уровнем риска, что, однако, в большей мере связано с волатильностью курса рубля, а не с доходностью портфеля облигаций, составляющего данный индекс. В 2021 г. на фоне низкой доходности облигаций с инвестиционным рейтингом в разных странах и ожиданий роста ставок ФРС и ЕЦБ индекс FXCBD показал позитивную доходность, опередив по данному критерию многие иностранные индексы и их среднее значение по выборке. Доходность индекса IFXBND составила 2,16% годовых при средней доходности по выборке -2,0%; стандартное отклонение по портфелю облигаций российских компаний достигала 9,5% при среднем показателе риска 5,91%.

На 5-летнем временном горизонте в 2017–2021 гг. среднегодовая доходность индекса IFXBND в размере 4,31% годовых немного уступила средней доходности по выборке – 4,47%, однако показатель риска российского облигационного портфеля 13,35% почти вдвое превысил средний показатель по выборке в 7,06%. На 12-летнем горизонте с 2010 по 2021 г. среднегодовая доходность IFXBND Index в размере 1,0% годовых была ниже средней доходности по выборке стран в размере 2,71%, а показатель риска снова практически в 2 раза выше среднего – 16,27 против 8,12%.

Основной проблемой инвестиций в рублевые облигации является нестабильность курса рубля, регулярные девальвации которого снижают привлекательность данных вложений для инвесторов. С 2021 г. новым фактором, сдерживающим приобретение государственных и корпоративных купонных облигаций физическими лицами, стало введение НДФЛ по ставке 13%, взимаемого с получаемого купонного дохода. Для нерезидентов по

¹ Относительно ограниченный размер выборки стран обусловлен тем, что в информационно-аналитическом ресурсе Bloomberg исторические ряды индексов корпоративных облигаций представлены по сравнительно узкому кругу стран.



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

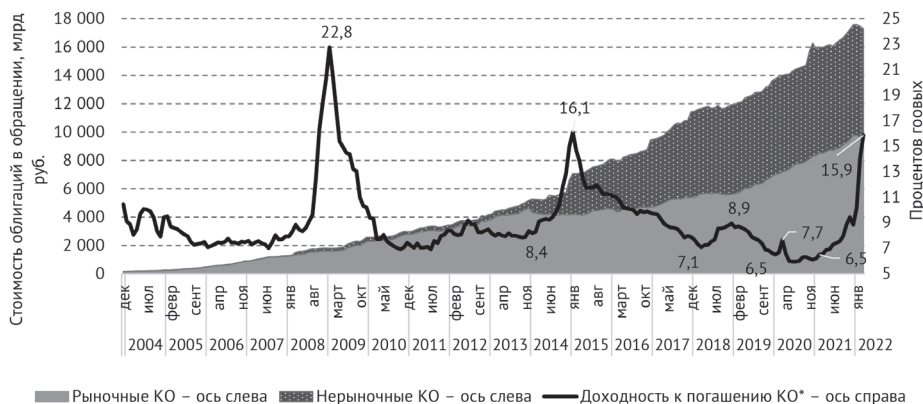
Рис. 35. Параметры среднегеометрических доходностей и риска 12 индексов корпоративных облигаций разных стран за период с января 2009 г. по декабрь 2021 г. на временных горизонтах 1 года (а), 5 лет (б) и 12(в) лет, % годовых

Источник: Расчеты авторов по данным Bloomberg и Cbonds.

государственным и корпоративным облигациям введен налог в размере 30% с полученного купонного дохода.

После кризиса 2008 г. рублевая доходность индекса IFXCND периодически росла под влиянием спадов цен на нефть и опасений инвесторов на фоне геополитических рисков и международных санкций (рис. 36). Пики доходности к погашению индексного портфеля в 2014 г. и в феврале 2022 г. приходились на самые высокие значения ключевых ставок, устанавливаемых Банком России. При этом с 2014 г. рост рынка корпоративных облигаций стал во многом обеспечиваться за счет роста их нерыночных выпусков¹, не имеющих биржевых котировок. В 2021 г. из общей стоимости рублевых корпоративных облигаций в обращении в размере 17,6 трлн руб. 55,6%, или 9,8 трлн руб., приходилось на рыночные выпуски облигаций; 7,8 трлн руб. (44,4%) – на нерыночные облигации.

Опиравшийся на относительно высокий уровень денежной ликвидности в банках и крупных нефинансовых компаниях при умеренных ожиданиях инфляции период низких процентных ставок по корпоративным облигациям завершился в начале 2021 г. С марта 2021 г. по март 2022 г. при росте ключевой ставки с 4,25 до 20,0% средняя доходность к погашению индексного портфеля облигаций IFXCND выросла с 6,56 до 15,86% годовых. Материализация столь высокого процентного риска не вызвала массовой распродажи КО из-за низкой ликвидности данного рынка. Однако столь высокие процентные



* Доходность к погашению (YTM) по портфелю IFXCND.

Рис. 36. Стоимость рублевых КО в обращении и доходность к погашению портфеля корпоративных облигаций IFX-Cbonds с декабря 2003 г. по март 2022 г.

Источник: Расчеты авторов по данным Сbonds.

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.

ставки в ближайшей перспективе не только ограничат рост долгового рынка, но и повышают вероятность корпоративных дефолтов.

В 2021 г. доля рублевых корпоративных облигаций с той или иной формой дефолтов снизилась до 2,7% по сравнению с 3,3% в предшествующем году (рис. 37). Однако, несмотря на снижение, этот показатель на временном горизонте 2013–2021 гг. находился на высоком историческом уровне. Вероятность дефолтов по тем или иным выпускам корпоративных облигаций в 2021 г. повысилась в связи с отмеченной выше закономерностью рынка КО в данном году, состоящей в более активном выходе на него менее качественных заемщиков.

Вероятность дефолтов корпоративных заимствований резко усиливается в 2022 г. Высокие геополитические риски, санкции, препятствующие выходу российских компаний на глобальные финансовые рынки, высокая ключевая ставка Банка России и рост инфляции ограничивают размещения новых корпоративных облигаций, не позволяя компаниям рефинансировать прежние долги. В I квартале 2022 г. объемы новых выпусков КО были незначительными, стоимость погашенных в данном периоде КО превысила сумму привлеченных компаниями средств в размере 408 млрд руб. В предшествующие годы многие эмитенты КО накопили резервы денежных средств, однако этого может оказаться недостаточным, поскольку основные суммы новых выпусков КО направляются на рефинансирование прежней задолженности. По нашим расчетам, в 2021 г. отношение суммы погашенных к величине размещенных КО составило 69,8%. Только на погашение КО (без выплат купонных доходов) эмитенты должны будут отправить в 2022 г. более 1,1 трлн руб.

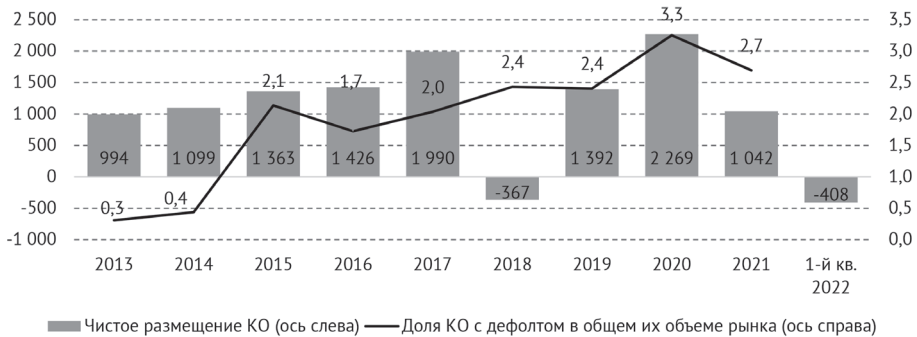


Рис. 37. Стоимость чистого размещения КО (млрд руб.) и доля КО с дефолтом в общем объеме их рынка (%) с января 2013 г. по март 2022 г.

Источник: Расчеты авторов по данным Cbonds.

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. 38). Это было вызвано не только изменениями схем построения займов, когда для выпуска КО крупными эмитентами ранее чаще использовалась дочерняя структура, а теперь облигации выпускаются компаниями напрямую, но и тем, что с точки зрения издержек эмитентов и требований листинга преимущества имели крупные выпуски облигаций. В 2018 г. были внесены поправки в законодательство о рынке ценных бумаг, направленные на упрощение выпуска корпоративных обязательств в части принятия решений о выпуске облигаций, сокращения сроков регистрации выпусков, упрощения отчетности об итогах выпуска, снятия ограничений по срокам завершения размещения ценных бумаг.

В феврале 2022 г. на бирже обращались выпуски 379 эмитентов рыночных КО по сравнению с 198 эмитентами в 2018 г., т.е. данный показатель вырос в 1,9 раза. До настоящего времени рынок КО способствовал более диверсифицированному распределению инвестиций между отраслями и сферами деятельности, чем внутренний рынок акций.

По данным Банка России, в 2021 г. в стоимости размещаемых корпоративных облигаций заметно сократилась доля размещений высококачественных эмитентов «первого эшелона»¹, обладающих инвестиционным рейтингом,

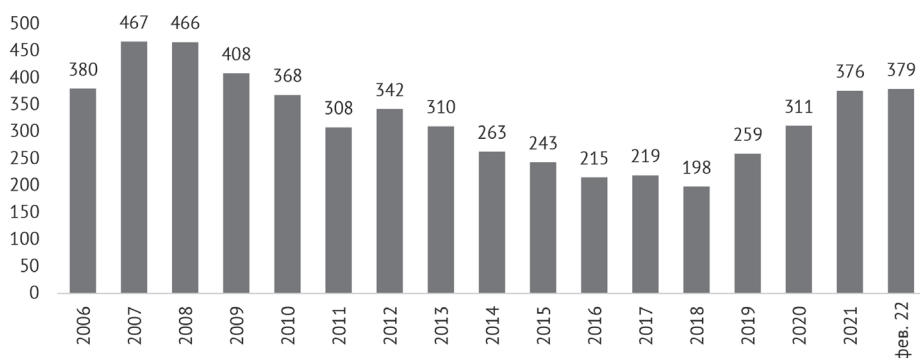


Рис. 38. Количество эмитентов рыночных выпусков корпоративных облигаций на Московской бирже

Источник: По данным сборника Cbonds.

¹ К облигациям «первого эшелона» относятся облигации с рейтингами АКРА от BBB- и выше и рейтингами Moody's Baa3 и выше. Данные рейтинги являются нижними границами инвестиционных рейтингов российских эмитентов КО. Согласно российскому законодательству

и возросла доля размещений облигаций «второго эшелона»¹. В общей стоимости новых выпусков КО доля облигаций эмитентов «второго эшелона» выросла с 21,0% в 2020 г. до 57,0% в 2021 г., а доля облигаций корпоративных эмитентов «первого эшелона» уменьшилась с 49,0 до 8,0%. Это свидетельствует о существенном росте кредитных рисков рынка корпоративных облигаций. В 2022 г. из-за санкций, ограничивающих экспортно-импортные операции бизнеса и привлечение внешнего финансирования, и сложностей рефинансирования долгов на внутреннем финансовом рынке из-за высокой стоимости заимствований многие эмитенты КО могут столкнуться с проблемой снижения кредитных рейтингов и дефолтами.

Проблема кредитных рисков КО усугубляется тем, что основные вложения частных инвесторов в корпоративные облигации приходятся именно на выпуски облигаций эмитентов «второго эшелона». По данным банка России, в общем объеме КО, приобретаемых населением, доля облигаций эмитентов «второго эшелона» выросла с 21,0% в 2017 г. до 51,0% в 2021 г., а доля облигаций эмитентов «первого эшелона» повысилась незначительно – с 16,0 до 20,0%².

Позитивным трендом развития КО является формирование рынка ESG-финансирования. В новой редакции стандартов эмиссии ценных бумаг, вступившей в силу с 11 мая 2020 г., появились стандарты выпусков трех новых видов облигаций – «зеленых», социальных и инфраструктурных. Стоимость «зеленых» облигаций выросла с 119,2 млрд руб. в 2020 г. до 236,8%. В 2021 г., в I квартале 2022 г. данный показатель не изменился.

В то же время объем рынка КО субъектов малого и среднего предпринимательства рос значительно медленнее – с 274,1 млрд руб. в 2020 г. до 286,9 млрд руб. в 2021 г., или на 4,6%, данные темпы роста были ниже роста всего рынка КО. Общая стоимость находящихся в обращении рыночных КО в 2021 г. выросла на 15,5% по сравнению с предшествующим годом.

Несмотря на опережающий рост размещений облигаций эмитентов «второго эшелона» в 2021 г., первичный рынок КО облигаций остается высококонцентрированным (рис. 39). В 2021 г. доля топ-20 эмитентов в общем объеме новых выпусков КО немного снизилась по сравнению с 2020 г. и составила 76,4%. Доля топ-10 эмитентов уменьшилась с 68,3% в 2020 г. до 64,4% в 2021 г. Однако показатели концентрации находятся на относительно высоком историческом уровне, например, по сравнению с показателями 2015 г. Среди самых крупных эмитентов КО в 2021 г. (табл. 9) впервые за долгие годы отсутствует «Роснефть», однако появились такие новые лидеры размещений КО, как «Вересаева-6», «Альфа-Лизинг», Газпромбанк Капитал и «ОТЭКО-Портсервис», что может свидетельствовать о растущей диверсификации эмитентов по разным сферам экономики.

к инвестиционной категории рейтингов по шкале АКРА для национальных эмитентов с некоторыми ограничениями по предельным вложениям относят также КО с рейтингом BB+.

1 К облигациям «второго эшелона» относятся облигации с рейтингами АКРА BB и рейтингами Moody's Ba3.

2 Банк России. Обзор российского финансового сектора и финансовых инструментов. Аналитический материал. 2021 г. Москва. С. 32. URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/40903/overview_2021.pdf

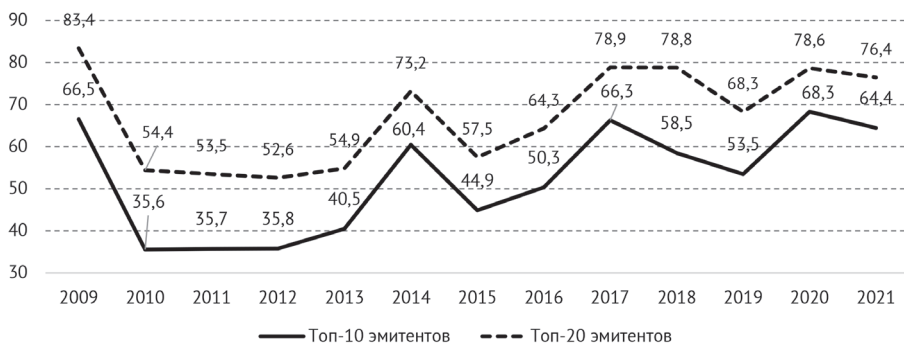


Рис. 39. Доля крупнейших 10 и 20 эмитентов в новых выпусках рублевых КО в 2009–2021 гг., %

Источник: Расчеты авторов по данным Cbonds.

Таблица 9

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

	Эмитенты	2019 г.			Эмитенты	2020 г.			Эмитенты	2021 г.	
		млрд руб.	%			млрд руб.	%			млрд руб.	%
1	Сбербанк России	465	16,1	1	«Роснефть»	815	17,7	1	ДОМ.РФ Ипотечный агент	418	13,3
2	ДОМ.РФ	253	8,7	2	Сбербанк России	550	12,0	2	ВЭБ.РФ	411	13,1
3	ВТБ	172	5,9	3	ВТБ, включая «Деметра холдинг»	489	10,6	3	Сбербанк России	366	11,7
4	Внешэкономбанк	170	5,9	4	ДОМ.РФ	386	8,4	4	ВТБ, включая «Деметра холдинг»	273	8,7
5	РЖД	106	3,7	5	РЖД	353	7,7	5	«Версалева-6»	130	4,1
6	Газпромбанк	95	3,3	6	«ГСП-Финанс»	243	5,3	6	Газпром Капитал	120	3,8
7	«Роснефть»	80	2,8	7	ВЭБ	90	2,0	7	«ОТЭКО-Портсервис»	96	3,1
8	МТС	78	2,7	8	«Азот» (Кемерово)	88	1,9	8	«Альфа-Лизинг»	76	2,4
9	Автодор	69	2,4	9	ГТЛК	66	1,4	9	РЖД	69	2,2
10	«РУСАЛ Братск»	60	2,1	10	Газпромбанк	59	1,3	10	АФК Система	63	2,0

	Эмитенты	2019 г.			Эмитенты	2020 г.			Эмитенты	2021 г.	
		млрд руб.	%			млрд руб.	%			млрд руб.	%
	Капитализация всех выпусков КО	2 893	100		Капитализация всех выпусков КО	4 595	100		Капитализация всех выпусков КО	3 137	100
	Капитализация выпусков топ-10 эмитентов КО	1547	53,5		Капитализация выпусков топ-10 эмитентов КО	3138	68,3		Капитализация выпусков топ-10 эмитентов КО	2022	64,4

Источник: Расчеты авторов по данным Sбonds.

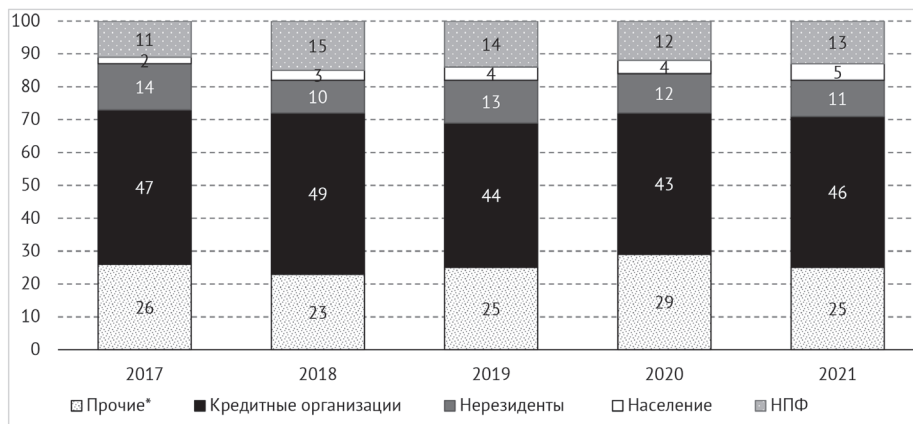
Несмотря на ускоренный рост в последние годы рублевых корпоративных облигаций, объем рынка еврооблигаций российских компаний в долларовом выражении оставался относительно стабильным (рис. 40). В 2021 г. его размер снизился с 107 млрд долл. до 99 млрд долл., или на 7,5%. В условиях санкций, ограничивающих поступление валютной выручки и возможности рефинансирования внешней задолженности со стороны крупных российских эмитентов, рынок КО попадает в зону различных рисков с вероятностью дефолтов отдельных компаний.

Структура основных владельцев корпоративных облигаций в 2017–2021 гг. оставалась относительно стабильной (рис. 41). Основными держателями КО выступали кредитные организации, их доля составляла 47,0% в 2017 г. и 46,0% в 2021 г. Доля нерезидентов немного сократилась – с 14,0% в 2017 г. до 11,0% в 2021 г., а доля НПФов за тот же период выросла с 11,0 до 13,0%, доля частных инвесторов – с 2,0 до 5,0%. Это свидетельствует о том,



Рис. 40. Объемы КО российских эмитентов в обращении, млрд долл.

Источник: Расчеты авторов по данным Sбonds и Московской биржи.



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

Рис. 41. Структура владельцев корпоративных облигаций в 2017–2021 гг., %

Источник: Расчеты авторов по данным Банка России. URL: http://www.cbr.ru/securities_market/analytics/

что частные инвесторы играли умеренную роль на рынке КО, хотя в отдельных видах облигаций (высокодоходных, банковских и некоторых других) их роль была существенно выше. В определенной мере стабильная структура владельцев КО показывает, что в течение последних лет на этом рынке не появилось каких-то явно выраженных драйверов его роста, что в дальнейшем может ограничивать рост корпоративных заимствований.

3.1.9. Рынок государственных облигаций

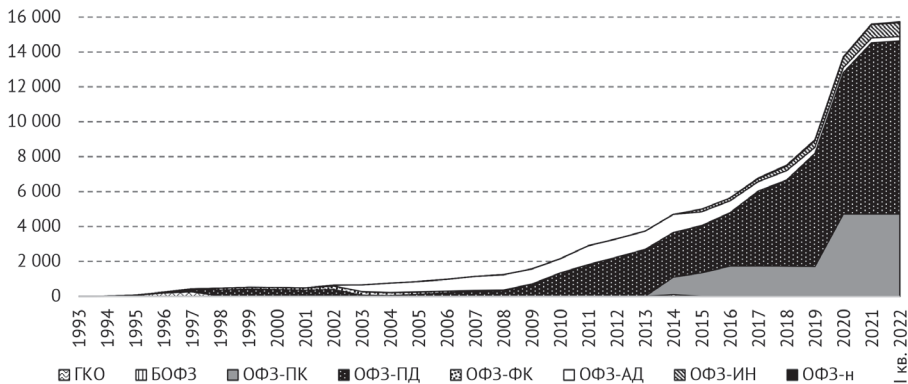
В 2020 г. Минфин с помощью ОФЗ привлек на рынке рекордную сумму чистых заимствований в размере 6,0 трлн руб., что в 1,6 раза превышало совокупную стоимость чистых заимствований за все предшествующие 5 лет с 2015 по 2019 г. Резкое увеличение объемов заимствований на внутреннем рынке началось со второй 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 ФНС. Росту внутреннего рынка государственных ценных бумаг способствовали политика снижения учетной ставки Банка России, наличие избыточной ликвидности в банковской системе и готовность Минфина платить рыночную премию по размещаемым облигациям.

В 2021 г. на фоне роста ключевой ставки объем чистых заимствований на рынке ОФЗ составил всего 1,6 трлн руб., с понижением против предшествующего года на 73,3%. В I квартале 2022 г. объем чистых заимствований составил лишь 128,1 млрд руб. при среднегодовом за последние 5 лет для данного периода времени показателе в размере 374,6 млрд руб.

Совокупный объем ОФЗ по состоянию на март 2022 г. достиг 15,7 трлн руб., увеличившись на 14,6% по сравнению с 13,7 трлн руб. в 2020 г. (рис. 42). 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 привязана к размерам ключевой ставки Банка России. Общая стоимость выпуска облигаций ОФЗ-ПК выросла с 1,7 трлн руб. в 2019 г. до 4,7 трлн руб. в 2020 г. В 2021 г. и I квартале 2022 г. объем рынка указанных облигаций не менялся. Их доля в стоимости рынка ОФЗ в марте 2022 г. составляла 29,9%.

Самым крупным 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. Стоимость ОФЗ-ПД выросла с 8,1 трлн руб. в 2020 г. до 9,6 трлн руб. в марте 2022 г., или на 18,5%. Их доля в стоимости рынка ОФЗ в марте 2022 г. составляла 63,1%.

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



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

Рис. 42. Объем выпусков ГКО-ОФЗ, находящихся в обращении с 1993 г. по март 2022 г., млрд руб.

Источник: Расчеты авторов по данным Минфина России и Cbonds.

замедления роста системы пенсионных накоплений спрос на данный инструмент практически сходит на нет. Стоимость ОФЗ-АД уменьшилась с 283 млрд руб. в 2020 г. до 242 млрд руб. в марте 2022 г.; их доля в общей стоимости ОФЗ снизилась до 1,5%.

С учетом роста инфляции востребованным инструментом рынка государственных ценных бумаг являются ОФЗ-ИН, предусматривающие индексацию их номинальной стоимости в зависимости от уровня инфляции, измеряемой по индексу потребительских цен (ИПЦ). В силу своих защитных свойств они пользуются спросом у внутренних институциональных и частных инвесторов. Стоимость ОФЗ-ИН выросла с 575 млрд руб. в 2020 г. до 803 млрд руб. в марте 2022 г., или на 39,7%; их доля в общей стоимости ОФЗ достигла 5,1%.

Самая незначительная доля рынка ОФЗ в размере 0,3% в 2021 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 грамотности населения. 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, нередко их доходность уступает доходности других видов ОФЗ. В результате, несмотря на приход массового инвестора на фондовый рынок, стоимость ОФЗ-н после ее снижения в 2020 г. по сравнению с предшествующим годом, в 2021 г. и I квартале 2022 г. возобновила слабый рост. Стоимость данных облигаций выросла с 41 млрд руб. в 2020 г. до 48 млрд руб. в марте 2022 г., или на 17,1%. Однако их доля в общей стоимости ОФЗ не превышает 0,3%.

В течение длительного 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. 43). В 2006 г. стоимость внутреннего и внешнего долга РФ сравнялась и достигла 38 млрд долл. каждый. После этого стоимость внутренних рублевых облигаций (ОФЗ) росла быстрее внешних заимствований.

С 2019 г. по март 2022 г. объем задолженности государства по еврооблигациям сохраняется на уровне 40–42 млрд долл. Для сравнения: объем внутренних государственных ценных бумаг в долларовом выражении на март 2022 г. составлял 208 млрд долл. В условиях санкций, введенных западными странами в 2022 г., приведших к замораживанию золотовалютного резерва на сумму более 300 млрд долл., Российская Федерация столкнулась с риском дефолта обязательств по выплате купонного дохода по еврооблигациям. Предложение Минфина России выплачивать обязательства в рублях в условиях замораживания золотовалютных резервов пока не нашло поддержки у внешних кредиторов.

Международное рейтинговое агентство S&P 28 февраля 2022 г. понизило российский рейтинг с инвестиционного BBB- до BB+ (ниже инвестиционного уровня), 4 марта снизило рейтинг сразу до CCC-, а 16 марта до CC с негативным

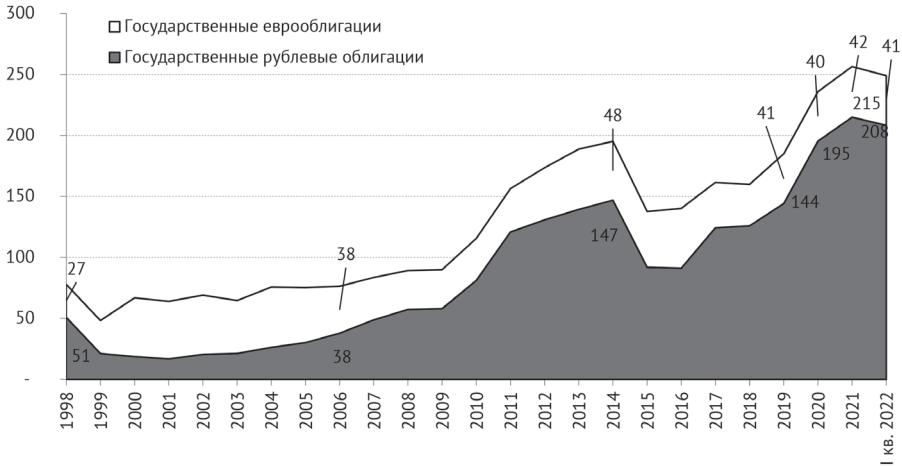


Рис. 43. Объемы государственных внутренних облигаций и еврооблигаций Российской Федерации в обращении с 1998 г. по март 2022 г., млрд долл.

Источник: Расчеты авторов по данным Cbonds и Московской биржи.

прогнозом. Данный рейтинг означает, что дефолт еще не произошел, но он более чем вероятен. Агентство Moody's 3 марта снизило долгосрочные рейтинги России по долговым обязательствам в иностранной и национальной валюте сразу на шесть ступеней – с уровня Вaa3 до В3, понизило суверенный рейтинг России с «мусорного» уровня В3 до преддефолтного Са, а 31 марта вообще отозвало все рейтинги России и ее регионов. Другое международное рейтинговое агентство Fitch 3 марта понизило долгосрочный рейтинг дефолта России в иностранной валюте с инвестиционного ВВВ до спекулятивного В, 9 марта снова понизило рейтинг России до уровня «дефолт неизбежен», а в конце марта отозвало свои рейтинги России.

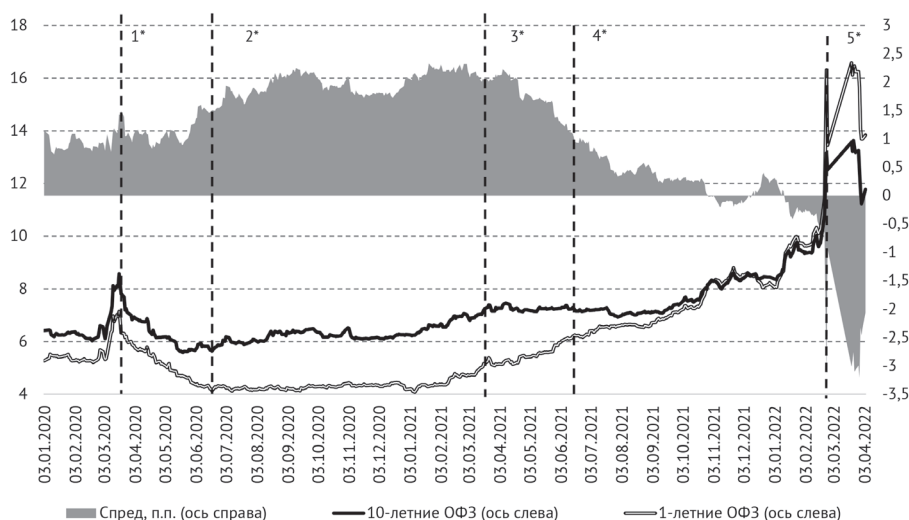
Искусственно созданный на основании санкций риск дефолта России по внешним обязательствам в случае его реализации вряд ли приведет к серьезным негативным последствиям в финансовой стабильности и каким-либо новым арестам имущества Российской Федерации за рубежом. Однако в последующем в случае его неурегулирования он может привести к недоступности для России заимствований на глобальных финансовых рынках на долгие годы.

Приведенный на рис. 44 индикатор спреда между доходностью к погашению 10-летних и 1-летних государственных публикаций многими экономистами считается одним из наиболее действенных предикторов наступления рецессии. Достижение указанным индикатором нулевого или отрицательного значения называется инверсией кривой доходности облигаций и, как правило, означает наступление рецессии через несколько месяцев¹. Как показано

¹ Рост доходности к погашению государственных ценных бумаг с короткой дюрацией, как правило, сигнализирует о резком повышении спроса финансовых организаций на ликвидность,

на рис. 44, спред доходностей 10-летних и 1-летних ОФЗ достиг нулевого уровня 10 января 2022 г. и максимального отрицательного значения в размере -3,2% 29 марта текущего же года. Динамика кривых доходностей долгосрочных и краткосрочных облигаций во многом определялась решениями Банка России о повышении ключевой ставки (события 3 и 5 на рис. 44).

Вероятно, инверсия кривой доходности, достигнутая в начале 2022 г., на этот раз предскажет рецессию российской экономики в 2022 г. При этом нельзя не согласиться с предположениями экспертов Банка России о том, что более низкая доходность долгосрочных государственных облигаций по сравнению с доходностью облигаций с более короткой дюрацией в начале 2022 г. может отражать ожидания участниками рынка снижения инфляции в среднесрочной перспективе, в том числе благодаря решениям Банка России по ДКП¹.



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

Рис. 44. Доходность к погашению одно- и 10-летних ОФЗ (% годовых) и спред между доходностью 10- и однолетних ОФЗ в процентных пунктах с 3 января 2020 г. по 4 апреля 2022 г.

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

а соответствующее снижение доходности долгосрочных облигаций – о росте ожиданий участников рынка понижения процентной ставки Центрального банка в ответ на замедление экономического роста.

1 Банк России. Обзор российского финансового сектора и финансовых инструментов. Аналитический материал. 2021 г. Москва. С. 2. URL: <https://www.cbr.ru/Collection/Collection/>

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 государственного долга. Доля нерезидентов на вторичном рынке ОФЗ выросла с 6,5% в июле 2012 г. до 28,1% в мае 2013 г. (рис. 45)¹. В дальнейшем 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. способствовало 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%.

После этого с марта 2020 г. по февраль 2022 г. доля нерезидентов сократилась до уровня 17,8%. Значительную роль в этом процессе сыграли два

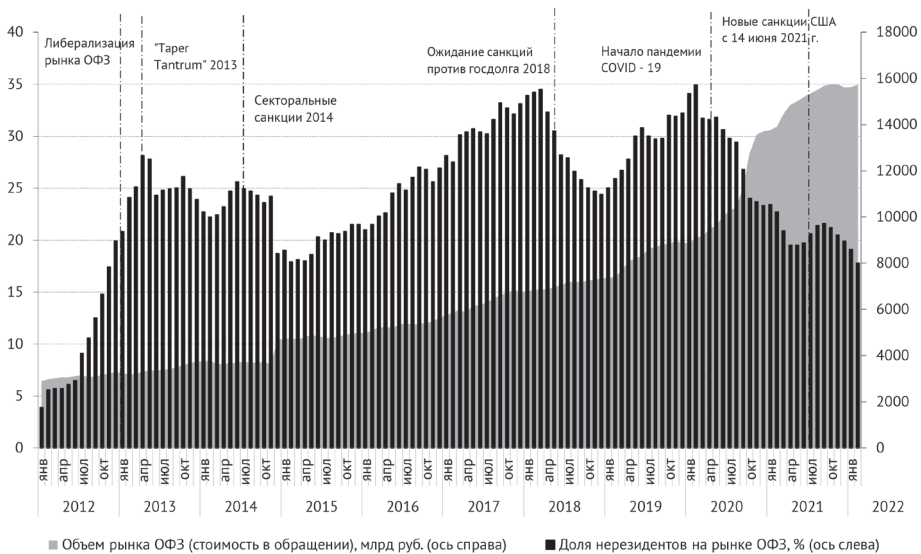


Рис. 45. Доля нерезидентов на рынке ОФЗ с февраля 2012 г. по февраль 2021 г.

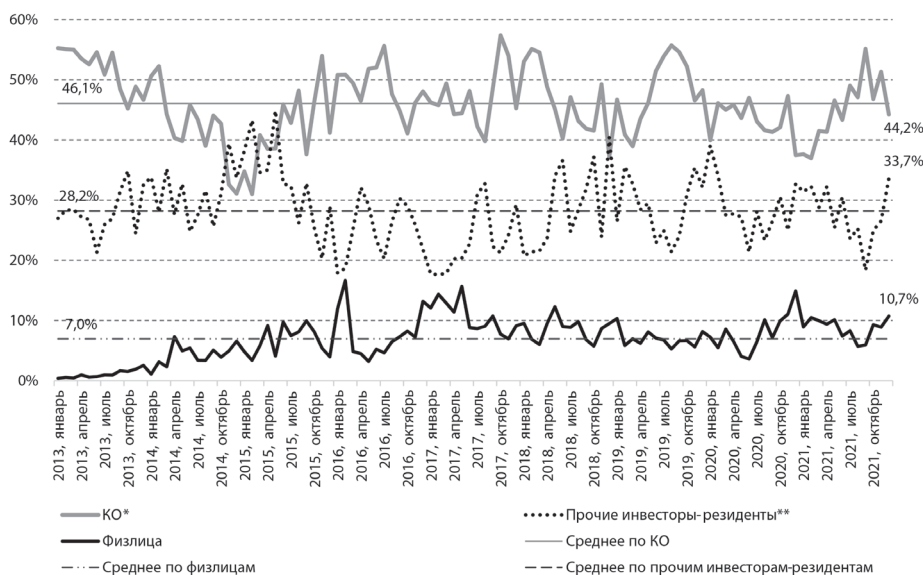
Источник: Расчеты авторов по данным по Банка России и Cbonds.

File/40903/overview_2021.pdf

- 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 различные косвенные схемы.

события. Во время финансового кризиса, вызванного пандемией, доля нерезидентов в ОФЗ сократилась с 34,9% в феврале 2020 г. до 19,7% в июне 2021 г. Основной причиной этого было резкое увеличение выпусков ОФЗ Минфином с их размещением преимущественно среди внутренних институциональных инвесторов. Однако в последующем основным фактором снижения доли нерезидентов стала угроза введения санкций США, запрещавших нерезидентам приобретать государственные бумаги РФ на аукционах. В итоге 14 июня 2021 г. они вступили в силу. В феврале 2022 г. нерезидентам было запрещено приобретать государственные облигации РФ и на вторичном рынке. Ряд крупнейших иностранных институциональных инвесторов начали распродажу своих российских активов до тех пор, пока российским регулятором не был введен запрет на исполнение поручений нерезидентов по сделкам с ценными бумагами на российских биржах. В настоящее время оставшиеся у нерезидентов вложения в ОФЗ на сумму около 2,8 трлн руб. являются замороженными.

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. (рис. 46). При этом вложения банков в ОФЗ выросли более чем в 2 раза – с 3,6 трлн до 7,6 трлн руб.



* КО – кредитные организации. ** Прочие инвесторы – резиденты – небанковские финансовые организации, ПИФы, НПФы, счета доверительного управления и другие организации-резиденты.

Рис. 46. Доля вложений банков, нерезидентов и иных инвесторов в ОФЗ с января 2013 г. по декабрь 2021 г.

Источник: Расчеты авторов по данным Банка России.

Вложения прочих инвесторов, включая НПФ и страховые организации, за тот же период времени выросли с 2,3 трлн до 2,8 трлн руб., или на 21,7%.

Таким образом, внутренний рынок государственных ценных бумаг остается стабильным, несмотря на прекращение операций нерезидентами, повышенную доходность облигаций, вызванную высокой ключевой ставкой. Стабильность внешнего долга из-за замороженных активов золотовалютного резерва РФ остается под вопросом, что требует серьезных усилий по его урегулированию.

3.1.10. Срочный рынок

Экономическое значение срочного рынка состоит в обеспечении 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 2021 г., рост цен на нефть и другие сырьевые товары в мире способствовали росту срочного рынка на Московской бирже (рис. 47). Объемы торгов на фьючерсном рынке выросли с 124,5 трлн руб. в 2020 г. до 151,25 трлн руб. в 2021 г., или на 21,5%; в 2020 г. их рост составил 60,9%. Объемы опционных сделок увеличились с 5,3 трлн руб. в 2020 г. до 6,8 трлн руб. в 2021 г., или на 26,6%; по итогам 2020 г. рост был примерно на том же уровне – на 27,3%.

По данным Московской биржи, в 2021 г. 48,0% от общего объема торгов на срочном рынке приходилось на нерезидентов и 43,0% на частных инвесторов. Развитие срочного рынка, особенно сделок, в которых базовыми активами выступают ценные бумаги и фондовые индексы, а также процентные ставки, сдерживается из-за ограниченного присутствия на этом рынке внутренних институциональных инвесторов и недостаточной востребованности

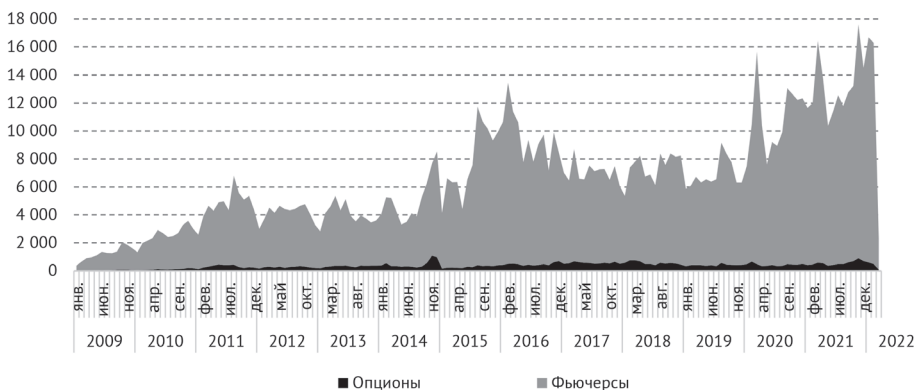


Рис. 47. Стоимость сделок с фьючерсами и опционами на Московской бирже с января 2009 г. по март 2022 г., млрд руб.

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи.

срочного рынка у нефинансового бизнеса в целях хеджирования валютных, процентных и иных рисков. При этом в отличие, например, от американского рынка, где в 2020–2021 гг. наблюдался стремительный рост опционных сделок на акции, совершаемых физическими лицами, ожидания аналогичной тенденции в России не оправдались, вероятно, в результате недостаточной ликвидности данного сегмента рынка и отсутствия агрессивного маркетинга со стороны крупнейших брокеров.

В 2021 г. на срочном рынке Московской биржи не произошло существенных прорывов. Была организована дополнительная утренняя торговая сессия с 7 утра, что сделало срочный рынок доступнее для участников из восточных и дальневосточных регионов нашей страны и Азии. Запущены фьючерсы и опционы на индекс S&P500, расширена линейка срочных контрактов на акции и депозитарные расписки ряда эмитентов, включая акции крупнейших бигтехов из Китая.

В 2021 г. основные объемы сделок на фьючерсном рынке приносили традиционные биржевые контракты. Основную роль на фьючерсном рынке Московской биржи играли фьючерсы на валюту, прежде всего доллар и евро. Высокая волатильность валютных курсов и возможность приобретения валюты на бирже по более выгодному курсу, чем в банках, выступали драйверами данного сегмента срочного рынка (рис. 48). Объем фьючерсов на валюту вырос с 63,4 трлн руб. в 2020 г. до 66,7 трлн руб. в 2021 г.; доля валютных сделок в фьючерсном рынке уменьшилась с 57,3% в декабре 2020 г. до 38,9% в 2021 г. Однако из-за высокого спроса на валюту в I квартале 2022 г. указанная доля фьючерсов на валюту выросла до 70,3% в марте 2022 г.

Вторым по значимости сегментом фьючерсного рынка являются контракты на фондовые индексы, прежде всего на индексы РТС и МосБиржи. Их объем



Рис. 48. Структура фьючерсного рынка Московской биржи с января 2009 г. по март 2022 г., % по стоимости сделок

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи

вырос с 29,8 трлн руб. в 2020 г. до 38,9 трлн руб. в 2021 г.; доля индексных фьючерсов выросла с 23,4% в декабре 2020 г. до 29,4% по итогам 2021 г. В результате обвала индексов в феврале – марте 2022 г. и закрытия торгов на рынке акций с 28 февраля до 24 марта доля указанных контрактов по итогам I квартала 2022 г. составила всего 3,4%.

Одним из наиболее активно развивающихся секторов фьючерсного рынка на Московской бирже в 2021 г. были фьючерсы на различные товарные активы (нефть марки Brent, золото и другие драгоценные металлы, природный газ, сахар-сырец, медь, никель и другие товары). На фоне роста инфляционных ожиданий и риска ослабления рубля вложения в товарные активы рассматривались многими инвесторами в качестве средства хеджирования своих вложений. Объемы торгов товарными фьючерсами выросли с 27,4 трлн руб. в 2020 г. до 38,6 трлн руб. в 2021 г.; в результате доля товарных фьючерсов за год существенно выросла – с 15,3 до 24,0%. В кризисном для биржевых торгов I квартале 2022 г. их доля в объемах фьючерсного рынка сократилась незначительно – до 21,8% благодаря повышенному спросу участников рынка на инвестиции в товарные активы.

Объемы торгов фьючерсами на акции и облигации в 2021 г. показали динамичный рост, в результате их доля в общем объеме фьючерсного рынка практически удвоилась с 3,9% в декабре 2020 г. до 7,6% в 2021 г. Рост интереса физических лиц к сделкам подобного рода отражал их оптимизм на фоне растущего рынка.

По-прежнему несколько лет остаются невостребованными в должной мере фьючерсы и опционы на процентные ставки. На данных сегментах рынка объемы сделок практически равны 0, притом что в условиях высокой инфляции и роста ключевой ставки Банка России процентные ставки оказывают все большее влияние на деятельность бизнеса. Основные сложности на пути их роста связаны с отсутствием надежных индикаторов процентных ставок межбанковского рынка, а также крупных инвесторов, готовых принимать на себя риски изменения процентных ставок.

Опционный рынок, вероятно, в меньшей степени используется для хеджирования инвестиционных активов, что предопределило относительно скромные объемы данных сделок на бирже. Наиболее активным сегментом опционного рынка являются контракты на индексные инструменты. Их объемы выросли с 3,3 трлн руб. в 2020 г. до 4,4 трлн руб. в 2021 г.; их доля в общем объеме биржевых опционных сделок немного снизилась – с 64,1% в 2020 г. до 63,0% в 2021 г. (рис. 49).

Объемы опционов на валютные инструменты выросли с 1,7 трлн руб. в 2020 г. до 2,0 трлн руб. в 2021 г.; их доля в общем объеме опционных сделок снизилась за то же время с 34,1 до 30,8%.

Остальные сегменты опционного рынка являются очень мелкими. Опционы на товарные инструменты в 2020 и 2021 гг. равнялись 0,3 трлн руб., их доля в общем объеме опционного рынка также оставалась на уровне 4,0%. Стоимость опционов на фондовые инструменты является незначимой и мало влияет на общие показатели деятельности.

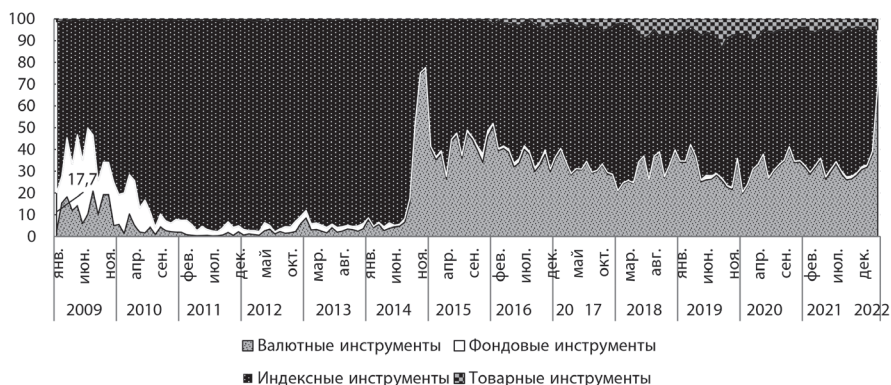


Рис. 49. Структура рынка опционов Московской биржи с января 2009 г. по март 2022 г., % по стоимости сделок

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи.

Таким образом, срочный рынок на Московской бирже пока не является в полной мере сбалансированным. Доминирующую роль на нем продолжают играть валютные сделки, сделки с отдельными фондовыми индексами и товарными активами. В дополнительных импульсах развития нуждается рынок деривативов на процентные ставки, фьючерсные и опционные сделки на акции, облигации и индексы различных типов ценных бумаг. Учитывая новые реалии, необходимо развитие ликвидного рынка срочных контрактов на юань и другие валюты развивающихся стран.

3.1.11. Финансовые посредники и биржа

В 2021 г. продолжился процесс сокращения количества профессиональных участников рынка ценных бумаг (ПУРЦБ) и числа лицензий на разные виды профессиональной деятельности (*рис. 50*). Количество лицензий на право осуществления брокерской деятельности уменьшилось с 268 в 2020 г. до 250 в марте 2022 г., или на 6,7%; дилерской деятельности – с 297 до 276, или на 7,1%; деятельности по доверительному управлению ценными бумагами – с 189 до 182, или на 3,7%.

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

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



Рис. 50. Число лицензий на осуществление брокерской, дилерской деятельности по доверительному управлению ценными бумагами (ось слева) и количества выданных лицензий профессиональных участников рынка ценных бумаг (ось справа) с 2007 г. по март 2022 г.

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

Более серьезной проблемой развития российского фондового рынка является резкое сокращение количества новых профучастников, приход которых призван поддерживать конкуренцию. Существенное замедление прихода новых игроков произошло с 2012 г. Позитивным явлением стал рост количества новых лицензий ПУРЦБ, в 2021 г. их количество составило 30 по сравнению с 10 новыми лицензиями в 2020 г. Однако данные результаты оставались существенно ниже показателей 2007–2014 гг.

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

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

финансовых платформ (маркетплейсов) привело к установлению искусственно завышенных требований по капиталу операторов подобных платформ и ограничению на осуществление данной деятельности коммерческими банками, брокерами и управляющими компаниями.

Ситуация, сложившаяся на российском финансовом рынке после 24 февраля 2022 г., показала высокие риски стратегии развития финансового рынка, основанной на приоритетном развитии ограниченного числа финансовых экосистем, создаваемых на базе крупнейших государственных банков и компаний. Повышению уровня конкуренции на финансовом рынке могли бы способствовать законодательные меры, стимулирующие конкуренцию инвестиционных платформ; создание условий для реализации частных проектов финтех; снижение административных барьеров для выхода на рынок новых компаний; введение фидуциарных стандартов продаж инвестиционно-финансовых продуктов¹; более полная ориентация значимых инфраструктурных проектов развития на потребности финансовых посредников и их клиентов².

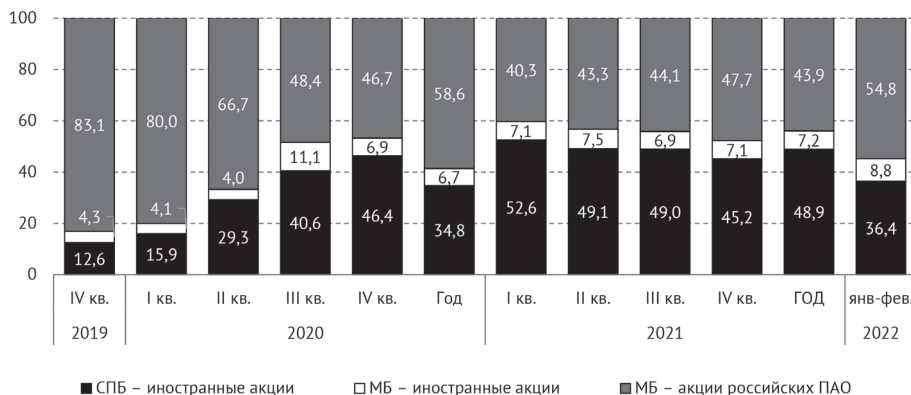
В 2011 г. была совершена сделка по консолидации бирж ММВБ и РТС, которая позволила ускорить развитие биржевых технологий, сконцентрировать ликвидность на счетах участников торгов в единой расчетной и торговой системе. Однако наряду с позитивными изменениями объединение бирж РТС и ММВБ привело к исчезновению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

Как показано на *рис. 51*, доля СПБ на внутреннем спот-рынке акций российских и иностранных эмитентов выросла с 12,6% в IV квартале 2019 г. до 48,9% по итогам 2021 г. Конкуренция между биржами, развернувшаяся на рынке акций иностранных компаний, привела к переключению инвестиционного спроса, прежде всего частных инвесторов, на них по сравнению с акциями внутренних ПАО. Доля акций иностранных компаний в общем объеме биржевых торгов акциями на двух российских биржах выросла с 16,9% в IV квартале 2019 г. до 56,1% по итогам 2021 г. В январе – феврале 2022 г. на фоне повышенной активности нерезидентов и частных инвесторов с акциями российских компаний доля акций иностранных компаний в биржевых торгах снизилась до 45,2%.

В прошедшие годы Московская биржа пыталась реализовать свои преимущества на рынке в качестве универсального организатора торгов разных инвестиционно-финансовых активов. В 2021 г. совокупный объем торгов

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

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



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

Рис. 51. 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.

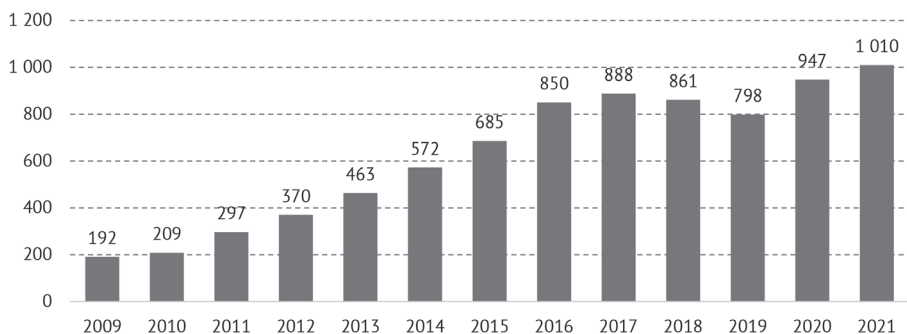


Рис. 52. Общие объемы торгов всеми инструментами на Московской бирже с 2009 по 2021 г., трлн руб.

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи.

всеми финансовыми инструментами на бирже превысила 1 квадриллион руб. Совокупные объемы биржевых торгов выросли с 947 трлн руб. в 2020 г. до 1010 трлн руб. в 2021 г., или на 6,6% (рис. 52).

Модель универсальной биржи формирует некоторые риски, заключающиеся в снижении рыночных стимулов в развитии тех или иных сегментов деятельности, не приносящих высоких биржевых комиссий. В настоящее время это проявляется в снижении значимости фондового и срочного рынков в объемах биржевых оборотов. 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 (табл. 10). В 2021 г. данный показатель равнялся 5,2%. Доля срочного рынка росла более динамично, данный показатель вырос с 9,5% в 2017 г. до 15,7% в 2021 г.

Таблица 10

Структура рынка Московской биржи с 2010 г. по март 2022 г., %

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Янв.-март 2022
Фондовый рынок	13,2	10,3	6,5	5,2	3,6	3,0	2,8	4,0	4,7	5,1	5,8	5,2	3,5
В том числе:													
Акции, РДР и паи	8,0	6,6	3,1	1,9	1,8	1,4	1,1	1,0	1,3	1,6	2,5	3,0	2,7
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	0,8
Вторичные торги	3,4	2,9	2,8	2,7	1,5	1,2	1,1	1,2	1,2	1,3	1,2	1,0	0,5
Рынок размещений	1,8	0,8	0,6	0,6	0,3	0,4	0,6	1,7	2,3	2,2	2,1	1,2	0,3
Валютно-денежный рынок	72,0	70,6	80,0	84,3	85,6	83,3	83,6	86,5	84,8	84,5	80,5	78,9	85,9
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	47,2	56,1
Операции РЕПО	31,5	38,3	45,8	44,8	32,0	26,4	34,8	38,3	36,0	36,7	40,0	41,5	46,4
Кредитный рынок	2,4	3,1	2,5	2,8	3,7	4,8	4,4	4,2	6,3	6,7	5,0	5,5	8,4
Валютный рынок	38,1	29,3	31,6	33,7	39,9	45,4	38,8	39,2	40,5	38,6	34,7	31,7	29,8
Сделки спот	18,0	15,8	16,6	12,4	13,6	15,1	12,6	8,8	10,1	8,4	10,2	9,4	8,9
Сделки своп	20,1	13,4	15,0	21,3	26,3	30,3	26,2	30,3	30,4	30,2	24,5	22,2	20,9
Срочный рынок	14,8	19,1	13,5	10,5	10,7	13,7	13,6	9,5	10,4	10,3	13,7	15,7	10,3
ПФИ	0,0	0,0	0,0	0,0003	0,0002	0,001	0,002	0,01	0,1	0,1	0,1	0,3	0,4
Товарный рынок	0,001	0,003	0,006	0,005	0,003	0,02	0,02	0,01	0,02	0,01	0,01	0,02	0,01
Всего	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

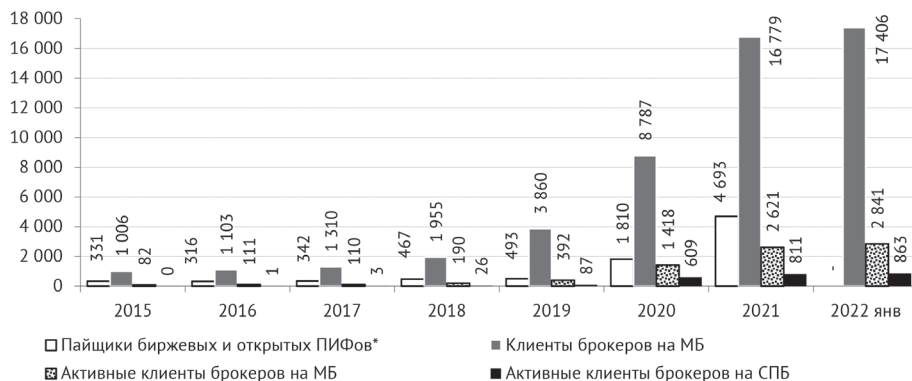
Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи.

3.1.12. Инвесторы

Частные инвесторы

Важнейшим событием финансового рынка в 2019–2021 гг. стал приход на него массового частного инвестора. Как показано на рис. 53, общее количество брокерских счетов инвесторов на Московской бирже выросло с 2,0 млн в 2018 г. до 17,4 млн в январе 2021 г.¹, т.е. в 8,7 раза. Число счетов активных клиентов брокеров, совершавших не менее одной сделки в месяц, за те же

1 С февраля 2022 г. в связи с введением санкций против крупных российских финансовых компаний, вызвавшим существенную реструктуризацию клиентской базы ряда брокеров,



* Данные о числе рыночных пайщиков ПИФов в январе 2022 г. отсутствуют.

Рис. 53. Число рыночных розничных клиентов УК и брокеров на Московской и Санкт-Петербургской биржах

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи, СПб и «Эксперта РА».

периоды времени на Московской бирже увеличилось со 190 тыс. до 2841 тыс., или в 15,0 раз; на СПб количество активных клиентов увеличилось с 26 тыс. до 863 тыс., или в 33,2 раза. Заметно выросло также число пайщиков рыночных паевых инвестиционных фондов (ПИФов); с 467 тыс. в 2018 г. до 4693 тыс. в 2021 г., или в 10,0 раз.

Основными драйверами притока на фондовый рынок миллионов новых индивидуальных инвесторов были: снижение до марта 2021 г. ключевой ставки Банком России, уменьшавшее привлекательность банковских депозитов; новые технологии, упростившие доступ инвесторов к сделкам с рискованными активами (инвестиционные платформы Тинькофф-банка, Сбера, ВТБ и других банков); агрессивный маркетинг брокерских услуг крупных розничных банков; наличие у части граждан дополнительного свободного времени в условиях пандемии; рост нормы сбережений домашних хозяйств в условиях нестабильности их денежных доходов.

В 2021 г. на счетах физических лиц в депозитариях и у брокеров, по данным статистики Банка России, находилось 12,9 трлн руб. в виде вложений в денежные средства у брокеров, долговые ценные бумаги, акции российских и иностранных компаний и паи (акции) российских и зарубежных инвестиционных фондов, включая инвестиционные паи закрытых ПИФов (рис. 54). По сравнению с 2018 г. объем указанных финансовых активов домашних хозяйств вырос в 2,9 раза. В структуре портфеля домашних хозяйств преобладали акции в сумме 5,7 трлн руб., на паи (акции) инвестиционных фондов, долговые ценные бумаги и запасы наличных у брокеров приходилось соответственно 3,3 трлн, 2,9 и 1,0 трлн руб.

Московская биржа перестала раскрывать на своем сайте в Интернете данные о количестве счетов, открытых в различных финансовых организациях.

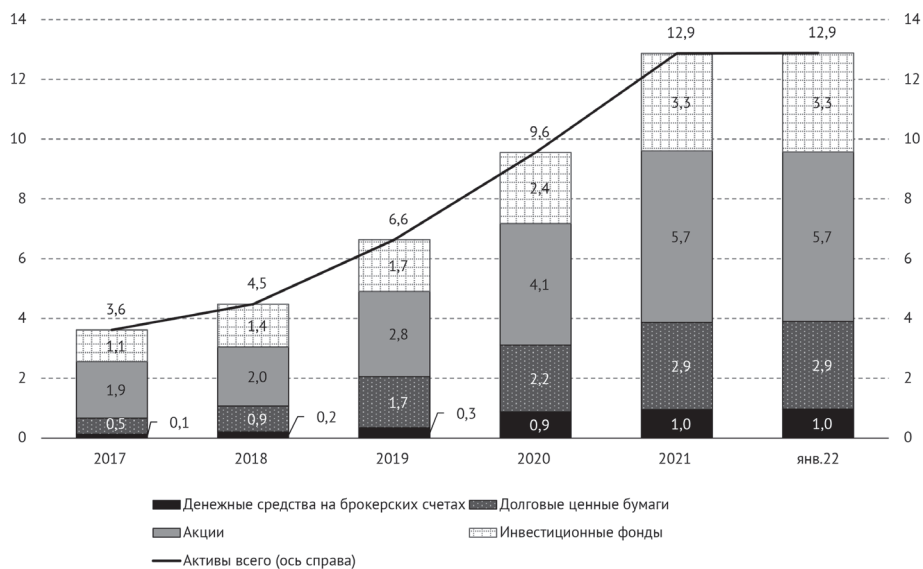


Рис. 54. Стоимость финансовых активов домашних хозяйств на фондовом рынке с декабря 2017 г. по январь 2022 гг.

Источник: Расчеты авторов по данным статистики сбережений домашних хозяйств Банка России.

По данным, публикуемым Банком России¹, в 2021 г. только на брокерских счетах 20,2 млн частных клиентов находилось 8,3 трлн руб. вложений в ценные бумаги (табл. 11). При этом распределение указанных клиентских активов было крайне неравномерным. Из 20,2 млн клиентских счетов 12,7 млн счетов, или 63,0%, были пустыми, еще на 4,0 млн счетов (20,0%) стоимость активов не превышала 10 тыс. руб., на 1,4 млн счетов (7,0%) стоимость активов составляла от 10 до 100 тыс. руб. Если считать, что достаточным инвестиционным потенциалом и возможностью диверсификации вложений обладают счета с активами 100 тыс. руб. и выше, то получается, что таких счетов в 2021 г. насчитывалось только 2 млн, или 10,0% от общего количества брокерских счетов частных инвесторов.

По стоимости активов только на 1% счетов самых состоятельных клиентов брокеров приходилось 74,1% от стоимости всех клиентских активов. На клиентские счета, обладающие реальным инвестиционным потенциалом (с активами от 100 тыс. руб. и выше), составлявших всего 10,0% от общего количества брокерских счетов, приходилось 99,1% стоимости всех клиентских активов.

Приведенная выше статистика в некотором смысле ставит под сомнение распространенный тезис о том, что на биржи пришел массовый частный инвестор. В действительности 90% брокерских счетов частных лиц не имеют возможности осуществлять диверсификацию финансовых вложений, а доля

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

Таблица 11

Распределение количества частных инвесторов и стоимости клиентских активов по параметру размера брокерских счетов клиентов в 2021 г.

Параметры брокерских счетов	Распределение по:			
	количеству клиентов		стоимости портфеля клиентов	
	тыс. чел.	доля, %	млрд руб.	доля, %
От 6 млн руб. и выше	0,2	1,0	6151	74,1
От 1 млн руб. до 6 млн руб.	0,4	2,0	1411	17,0
От 100 тыс. руб. до 1 млн руб.	1,4	7,0	664	8,0
От 10 тыс. руб. до 100 тыс. руб.	1,4	7,0	66	0,8
До 10 тыс. руб.	4,0	20,0	8	0,1
Пустые счета	12,7	63,0	0	0
Всего	20,2	100	8300	100

Источник: Расчеты авторов на основе данных Обзоров ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг Банка России, № 4 за 2021 г.

хранящихся на них активов в общей стоимости активов частных лиц у брокеров составляет всего 0,9%. Открытие миллионами граждан пустых брокерских счетов или счетов с символической стоимостью активов является результатом агрессивного маркетинга нескольких крупных розничных банков. Потенциально это несет риски мисселинга и навязывания ненужных частным лицам финансовых продуктов и услуг.

Активный маркетинг, нацеленный на открытие возможно большего числа брокерских счетов, начался в 2018 г., когда на фондовый рынок 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.

По состоянию на январь 2022 г., 59,4% зарегистрированных брокерских счетов приходилось всего на три крупнейших банка – Тинькофф, Сбер и ВТБ, в том числе 32,3% приходилось на лидера – Тинькофф-банк. Количество обслуживаемых брокерских счетов у этого банка выросло с 286 тыс. в 2018 г. до 9,3 млн в январе 2022 г., или в 32,4 раза.

Еще более концентрированным является бизнес по обслуживанию брокерских счетов активных клиентов (рис. 56). Здесь на Тинькофф-банк, Сбер и ВТБ приходится 94,3% общего числа счетов, в том числе 69,9% на лидера – Тинькофф-банк. Количество обслуживаемых активных брокерских счетов у этого банка выросло с 33 тыс. в 2018 г. до 2,0 млн в январе 2022 г., или в 60,9 раза.

Важнейшим событием в сфере частных сбережений за последние 7 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

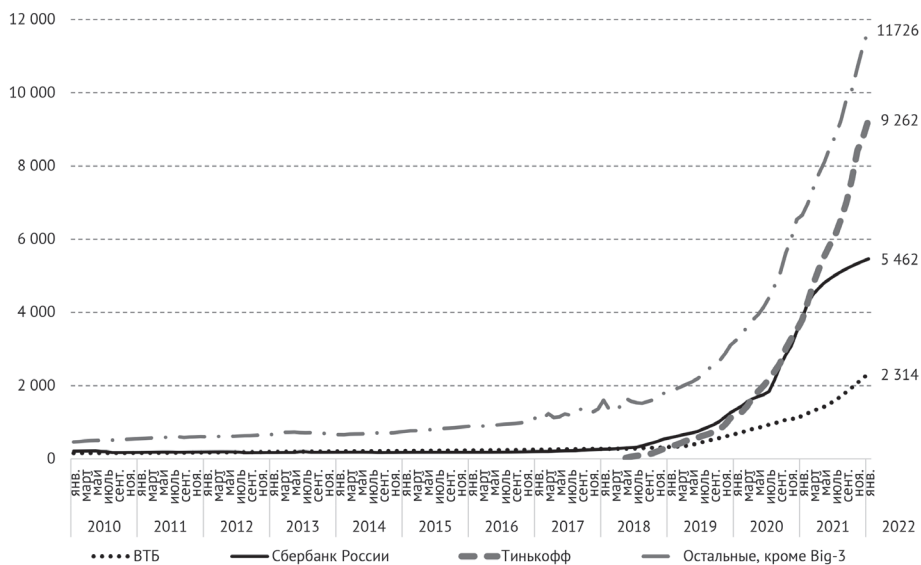


Рис. 55. Число зарегистрированных (не уникальных) брокерских счетов клиентов на Мосбирже у топ-3 брокеров, тыс. счетов

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи.

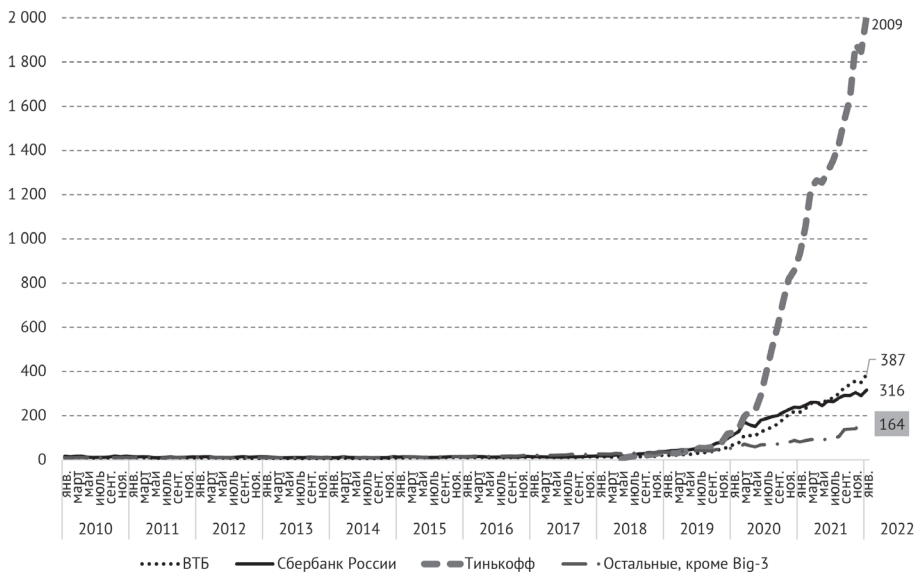


Рис. 56. Число зарегистрированных активных брокерских счетов клиентов на Мосбирже у топ-3 брокеров, тыс. счетов

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи.

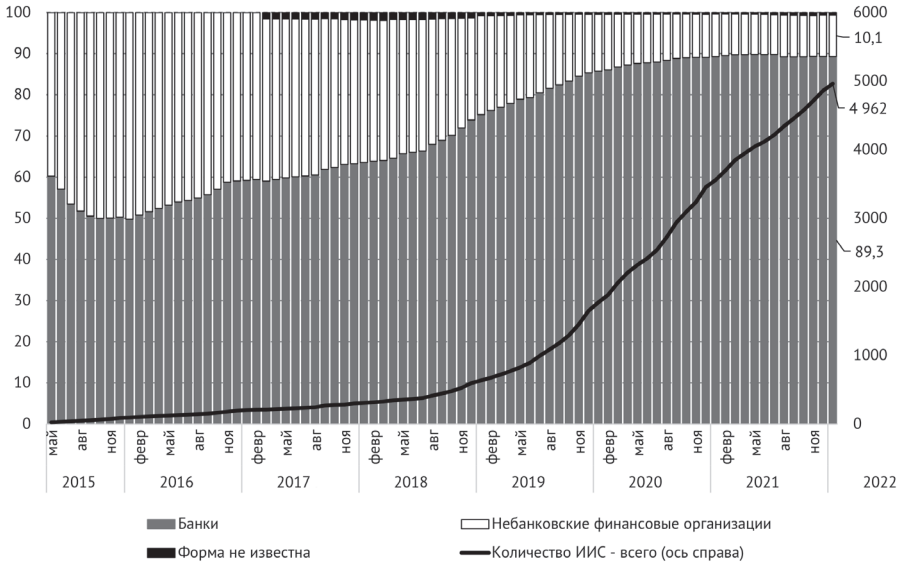


Рис. 57. Общее число брокерских индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС) с мая 2015 г. по январь 2022 г., тыс. счетов

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи.

ИИС по состоянию на январь 2022 г. достигло 5,0 млн (рис. 57). Основную роль в росте количества брокерских ИИС играли банки, осуществляющие брокерскую деятельность. С декабря 2018 г. по январь 2022 г. их доля в общем количестве указанных счетов выросла с 73,9 до 89,3%, в то же время доля брокеров – небанковских финансовых организаций сократилась с 24,8 до 10,1%.

В бизнесе по обслуживанию ИИС на Тинькофф-банк, Сбер и ВТБ приходится 83,5% общего числа счетов, в том числе 43,3% на Сбербанк (рис. 58). Количество обслуживаемых ИИС у Сбера выросло с 291 тыс. в 2018 г. до 2,1 млн в январе 2022 г., или в 7,4 раза.

Действующие ИИС пока в полной мере не стали инструментами долгосрочных частных сбережений, хранящиеся на них активы существенно меньше, чем на классических брокерских счетах и счетах доверительного управления. Однако 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, а также биржевые и индексные ПИФы¹.

1 Необходимость формирования подобной синергии сберегательных счетов, ПИФов и биржевых фондов обоснована в монографии: *Абрамов А.Е. Институциональные инвесторы в мире:*

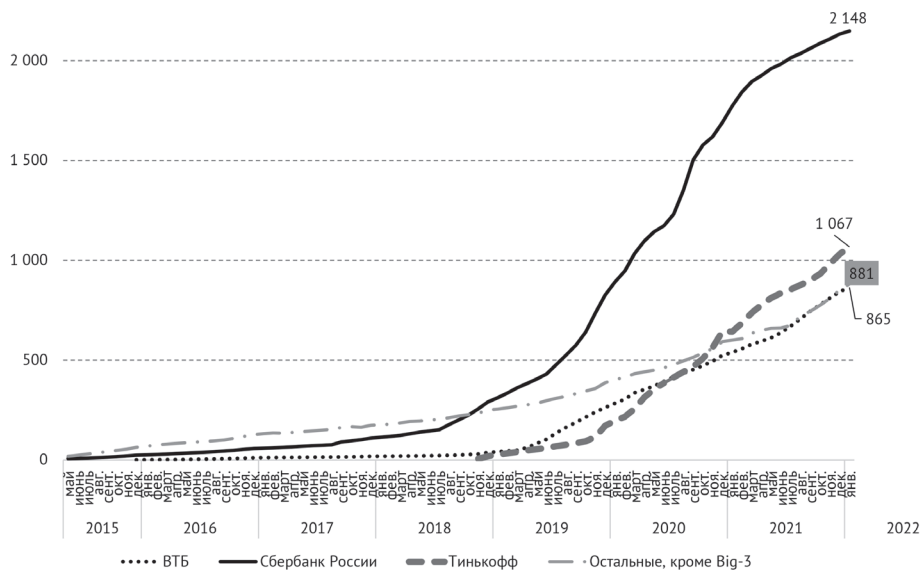


Рис. 58. Число брокерских ИИС у топ-3 брокеров, тыс. счетов

Источник: Расчеты авторов по данным Московской биржи.

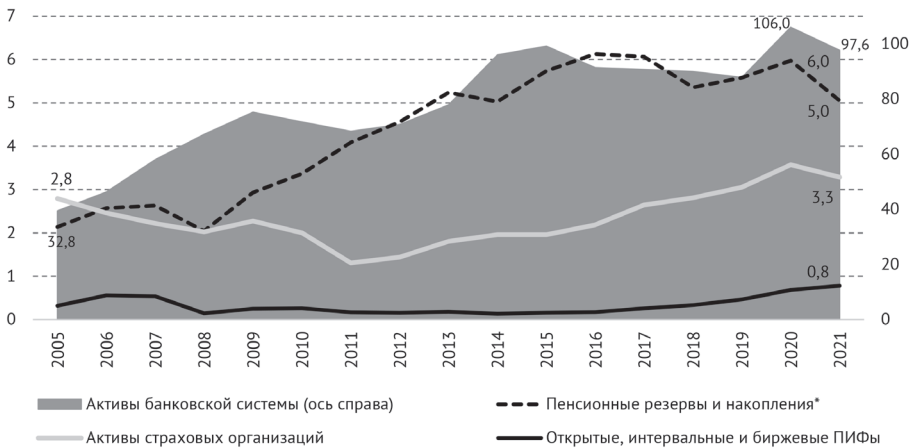
Внутренние институциональные инвесторы

В 2021 г. приток средств от частных инвесторов на фондовый рынок отчасти позволил компенсировать отток вложений нерезидентов, вызванный принятием санкций в июне 2021 г. и ожиданиями глобальных инвесторов ужесточения ДКП в США и в ЕС. В марте 2022 г. после открытия биржевых торгов ценными бумагами на российских биржах частные инвесторы превратились в основных игроков на рынке акций и деривативов.

В сфере внутренних коллективных инвестиций в 2021 г. каких-либо значимых прорывов не произошло. Рост пенсионных накоплений у ПНФ и управляющих компаний сдерживался из-за «заморозки» системы обязательных пенсионных накоплений с 2014 г. Создать альтернативные корпоративные и индивидуальные пенсионные планы финансовому регулятору не удалось.

В 2021 г. рост стоимости активов большинства институциональных инвесторов, кроме ПИФов, несколько отставал от темпов роста ВВП, в результате чего доля указанных активов в ВВП снизилась. Как показано на рис. 59, доля банковских активов в ВВП снизилась со 106,0% в 2020 г. до 97,6% в 2021 г. Доля пенсионных накоплений и резервов ВВП сократилась с 6,0 до 5,0%, доля активов страховщиков уменьшилась с 3,6 до 3,3%, доля стоимости чистых активов открытых, интервальных и биржевых ПИФов в ВВП повысилась с 0,6 до 0,8%.

особенности деятельности и политика развития: в 2 кн. Кн.2 / науч. ред. А.Д. Радыгин. М.: Изд. дом «Дело» РАНХиГС, 2014.



* При расчете пенсионных резервов и накоплений стоимость пенсионных накоплений и резервов в НПФ оценивалась по состоянию на III квартал 2021 г.

Рис. 59. Доля активов банков (%), пенсионных резервов и накоплений, активов страховых организаций и стоимости чистых активов открытых, интервальных и биржевых ПИФов в ВВП в России в 2005–2021 гг.

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

На уменьшение стоимости активов банков, НПФ и страховщиков, традиционно имеющих существенные активы в виде инструментов с фиксированной доходностью, повлиял рост ключевой ставки Банка России в 2021 г., вызвавший автоматическое снижение рыночной стоимости ранее приобретенных облигаций. В то же время опережающий рост чистых активов рыночных ПИФов был связан со значительной долей в их активах вложений в акции, показавших высокую доходность в 2021 г. Кроме того, существенным драйвером роста коллективных инвестиций стал сектор биржевых и открытых индексных ПИФов, пользующихся повышенной привлекательностью в глазах частных инвесторов.

Как показано на *рис. 60*, стоимость чистых активов биржевых ПИФов выросла с 86 млрд руб. в 2020 г. до 213 млрд руб. в 2021 г., или на 147,7%, за то же время стоимость традиционных индексных ПИФов открытого типа выросла с 79 млрд до 164 млрд руб., или на 107,6%. За это же время общая стоимость чистых активов открытых ПИФов выросла с 666,1 млрд до 921,2 млрд руб., или на 38,2%. Это означает, что различные типы индексных ПИФов росли темпами, примерно в 2,5 раза опережающими рост активов классических паевых фондов.

В 2021 г. росла стоимость активов биржевых индексных фондов (ETF), зарегистрированных в юрисдикции ЕС и предлагающих свои акции на Московской бирже. В 2021 г. стоимость их чистых активов достигла 100 млрд руб.

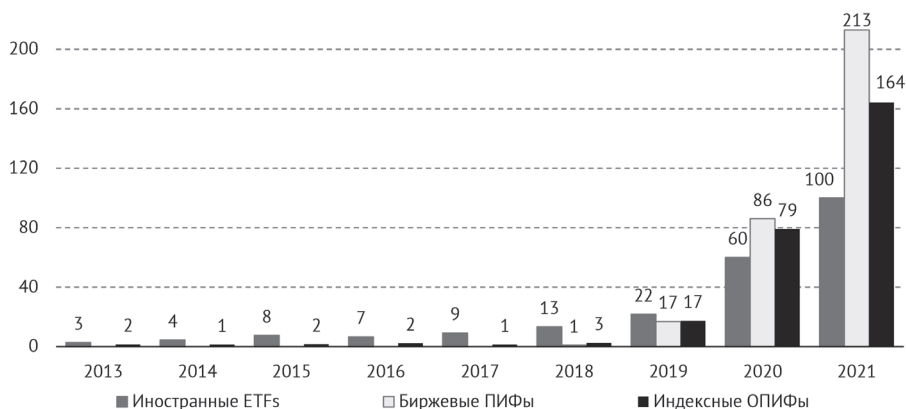


Рис. 60. Стоимость чистых активов индексных инвестиционных фондов в Российской Федерации, млрд руб.

Источник: Расчеты авторов по данным Банка России, Investfunds.ru и Московской биржи.

Однако введение в феврале – марте 2022 г. санкций, ограничивающих операции нерезидентов в России, привело к блокированию операций частных лиц у российских брокеров с паями (акциями) указанных фондов из-за введенных в ЕС запретов на оказание финансовых услуг и продажу финансовых инструментов российским инвесторам. Данный случай показал высокую значимость операционных рисков при инвестировании средств российских инвесторов в иностранные финансовые активы. В перспективе данные риски должны страховаться в рамках мероприятий по созданию системы гарантирования вложений частных лиц у брокеров. Данная проблема актуальна не только для вложений в иностранные ETFs, акции которых обращаются на российских биржах, но и для всех вложений российских физических лиц – резидентов в финансовые инструменты иностранных эмитентов.

При инвестициях в паевые инвестиционные фонды поведение частных инвесторов является проциклическим: падение базисных фондовых индексов вызывает распродажи паев фондов, а при росте индексов в фонды приходят новые средства инвесторов. Тем самым частные инвесторы усиливают волатильность цен акций и облигаций. Как показано на рис. 61, стремительный рост индекса РТС во время восстановления от пандемии коронавируса с апреля 2020 г. по октябрь 2021 г. вызвал значительный приток средств частных инвесторов в открытые ПИФы акций. Резкое падение индекса в январе – феврале 2022 г. на фоне обострения геополитических рисков и роста ключевой ставки привело к трехкратному снижению притока новых средств в данные фонды.

Интересным событием в сфере коллективных инвестиций в 2021 г. стало то, что рассчитываемый с декабря 2004 г. накопительным итогом чистый приток средств частных инвесторов в открытые ПИФы акций в долларом

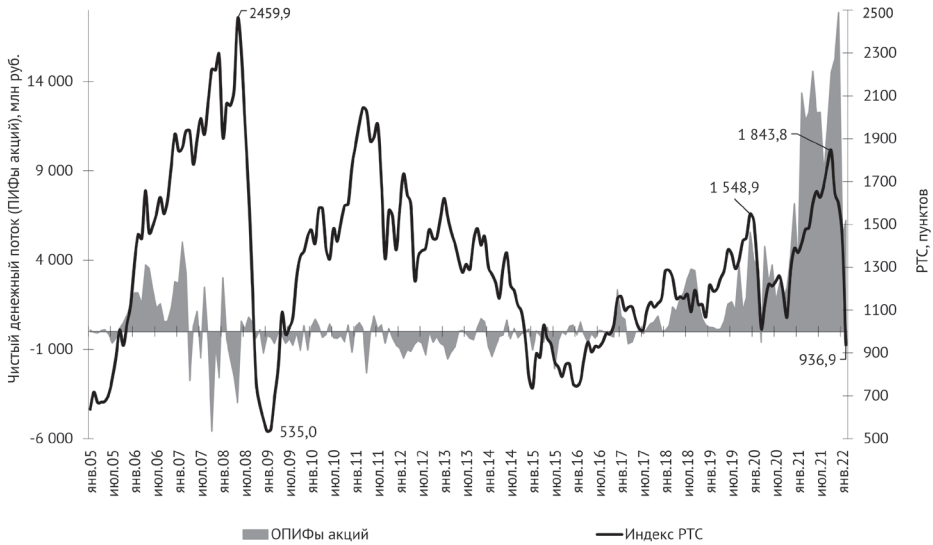


Рис. 61. Ежемесячные чистые денежные потоки средств инвесторов в открытые ПИФы (ОПИФ) акций (млрд руб., ось слева) и индекс РТС в пунктах (ось справа) с января 2005 г. по февраль 2022 г.

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

выражении превзошел аналогичный показатель притока средств в иностранные фонды Russia-EMEA-Equity, специализирующиеся на вложениях в акции российских эмитентов (рис. 62). За 14 лет суммарный приток средств в российские ПИФы акций составил 2,9 млрд долл., в то время как по фондам Russia-EMEA-Equity – лишь 0,7 млрд долл. На пике роста популярности вложений в акции российских компаний в апреле 2011 г. чистый приток средств частных инвесторов в фонды Russia-EMEA-Equity достигал 14,1 млрд долл., однако в последующие 10 лет иностранные инвесторы преимущественно выводили средства из указанных фондов. В 2021 г. общая стоимость чистых активов иностранных фондов составляла 11,5 млрд долл., в то время как аналогичный показатель российских открытых ОПИФов акций равнялся лишь 4,5 млрд долл.¹ В определенной мере данный тренд носит символический характер, свидетельствуя о необходимости усиления роли внутренних сбережений и инвесторов в развитии рынка ценных бумаг российских эмитентов.

Таким образом, в 2021 г. при стагнации системы пенсионных накоплений и резервов из-за нерешенности судьбы накопительной пенсии коллективные инвестиции в лице паевых инвестиционных фондов демонстрировали уверенный рост. Значимость развития внутренних институциональных инвесторов

1 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. 2014. № 11.

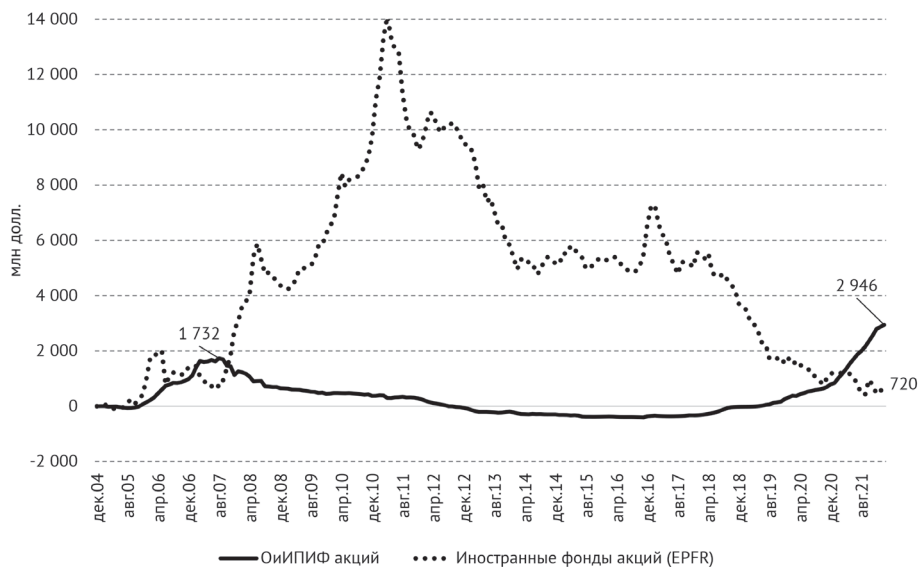


Рис. 62. Чистые денежные потоки средств инвесторов в открытые и интервальные ПИФы (ОиИПИФы) акций и в иностранных фондах Russia-EMEA-Equity, специализирующихся на акциях российских компаний, накопленным итогом, млн долл. (декабрь 2004 г. = 0), с декабря 2004 г. по февраль 2022 г.

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

заключается в том, что в большинстве стран с успешно развивающимся финансовым рынком пенсионные и взаимные фонды играют ключевую роль в функционировании внутренней системы долгосрочных сбережений. В России уровень развития данных институтов является весьма умеренным, что не позволяет успешно решать проблемы роста капитализации, проведения регулярных IPO-SPO акций, поддержания ликвидного биржевого рынка акций и облигаций, стабильного роста срочного рынка. В новых геополитических реалиях спрос на ценные бумаги российских эмитентов, скорее всего, в течение долгого времени будет опираться на внутренних инвесторов. Поэтому создание необходимых условий для ускоренного развития институциональных инвесторов должно стать приоритетом стратегии развития российского финансового рынка.

Иностранные инвесторы

Из-за санкций, последовавших после 24 февраля 2022 г., внутренний финансовый рынок оказался практически изолированным от глобального рынка. Нерезиденты не могут приобретать акции и облигации российских эмитентов

на внутреннем рынке и продавать принадлежащие им ценные бумаги. Российские эмитенты ограничены в размещениях ценных бумаг на глобальных рынках. На ближайшие месяцы и годы предстоит трансформация внутреннего финансового рынка на спрос внутренних частных и институциональных инвесторов, а также банков.

По нашим оценкам, в 2021 г. суммарные вложения иностранных портфельных инвесторов в акции и облигации российских эмитентов составляли 140 млрд долл., из которых около 60% (86 млрд долл.) приходилось на инвестиции в акции. Для сравнения: вложения российских частных инвесторов в акции и облигации составляли около 80 млрд долл. В целом, если учитывать ресурсы нефинансовых компаний и финансовых организаций, средства, которые могут вернуть состоятельные граждане из-за рубежа, на внутреннем рынке имеется достаточный объем средств для поддержания эффективно работающего финансового рынка. При этом также возрастает значимость мер, которые государство может принять для поддержки внутренних инвесторов и роста институциональных инвесторов¹.

По оценкам экспертов издания *Wall Street Journal*, в 2020 г. доля физических лиц в объемах биржевых торгов акциями составляла 80% на Шанхайской фондовой бирже в Китае и 84% на Южно-Корейской фондовой бирже², что свидетельствует о потенциальной возможности функционирования национальных фондовых рынков за счет средств преимущественно внутренних частных инвесторов.

Переориентация внутреннего фондового рынка с зависимости от иностранных портфельных инвесторов на внутренний спрос является тенденцией, характерной для многих развивающихся экономик. Об этом также свидетельствует статистика потоков денежных средств иностранных фондов, специализирующихся на вложениях в акции компаний тех или иных развивающихся экономик³. Как следует из данных на *рис. 63*, российский рынок акций столкнулся с массовым выводом из него средств иностранных фондов с середины 2011 г. Сравнение с другими пятью крупнейшими 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.

В 2021 г. из фондов *Russia-EMEA-Equity* иностранные инвесторы вывели 0,76 млрд долл. по сравнению с 0,32 млрд долл. в 2020 г. Из фондов *Russia-EMEA-Equity* инвесторы стабильно выводят средства практически с середины 2011 г. по настоящее время, что отражает их пессимизм в отношении

1 Подробнее об этом см.: *Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И.* Российский фондовый рынок: тенденции, вызовы и ориентиры развития // *Вопросы экономики.* 2021. № 11. С. 5–32.

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

3 Данные фонды не являются самыми крупными иностранными портфельными инвесторами, однако специализация их вложений на акциях той или иной страны является важным индикатором отношения более широкого круга иностранных инвесторов к данным финансовым вложениям.

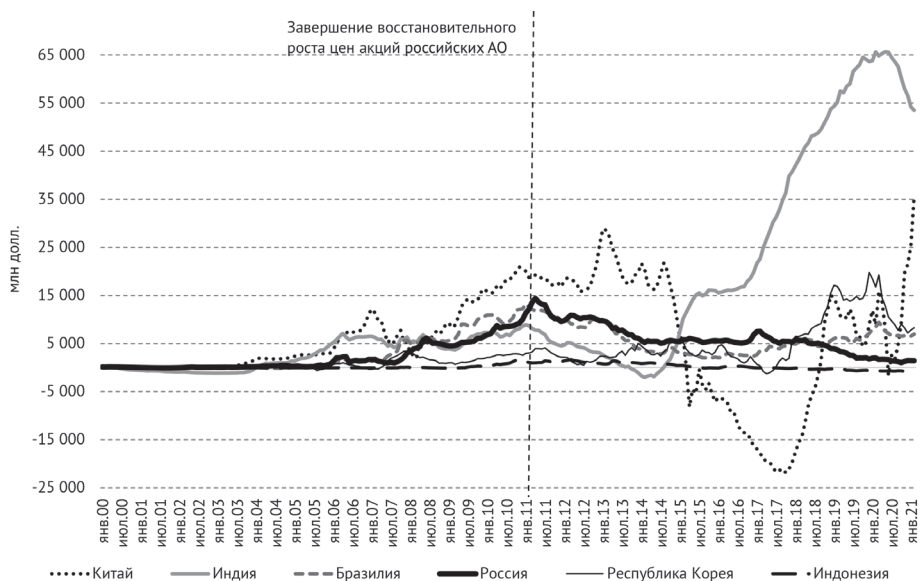


Рис. 63. Накопленные денежные потоки иностранных инвестиционных фондов, специализирующихся на инвестициях в акции той или иной страны с развивающимся рынком, с января 2000 г. по февраль 2022 г.

Источник: Расчеты авторов по данным ресурса EPFR.

инвестиций в акции российских компаний. Лишь в январе – феврале 2022 г. наблюдался приток средств в данные фонды на сумму 286 млн долл.

* * *

В 2021 г. и начале 2022 г. на российском финансовом рынке можно выделить следующие основные тенденции.

На фоне восстановления экономики после пандемии коронавируса и притока валютной выручки в 2021 г. российские фондовые индексы демонстрировали относительно высокую доходность и умеренный риск. Используемые при оценках стоимости российских акций премии за риск, в частности премия Дамодарана, достигли исторически низких значений, что способствовало росту стоимости указанных акций. Росту рынка акций способствовали стабильная ситуация в макроэкономике, рекордно высокая прибыль компаний и банков, активная дивидендная политика эмитентов акций, приток на рынок средств частных инвесторов, рост коллективных инвестиций.

Основные проблемы внутреннего рынка акций, как правило, проявлялись на среднесрочных и долгосрочных временных горизонтах. На указанных горизонтах по критериям доходности и риска акции российских компаний уступали большинству других фондовых рынков, а также доходности

долгосрочных облигаций российских эмитентов. В течение всей истории своего существования российский рынок постоянно пребывает в состоянии спадов, которые в академической литературе называются «черными индейками». Нестабильность валютного курса ограничивала эффективность стратегий долгосрочных внутренних сбережений. Рынок акций стабильно сталкивается с проблемами низкого притока на биржи новых эмитентов, ограниченной ликвидности ценных бумаг, высокой концентрации торговой активности на акциях нескольких крупных эмитентов из сектора ТЭК и банков, регулярными оттоками средств иностранных портфельных инвесторов.

Серьезной проблемой для внутреннего рынка акций остаются низкие характеристики его емкости (капитализации, количества компаний в листинге, биржевой ликвидности, объемов сделок IPO-SPO и др.), что ограничивает влияние фондового рынка на экономику и решение социальных проблем.

В 2021 г. внутренний рынок облигаций рос менее динамично, чем в предшествующие годы, что было вызвано ростом ключевой ставки с марта и введением санкций на приобретение государственных ценных бумаг РФ американскими инвесторами в июне. Рост прибыли и денежных потоков крупнейших компаний также снизил их заинтересованность в выпуске новых облигаций. На рынке корпоративных облигаций существенно возросла активность эмитентов «второго эшелона». При умеренной активности на рынке облигаций частных инвесторов и недостаточном уровне развития внутренних институциональных инвесторов ликвидность рынка облигаций оставалась низкой, роль денежного рынка в виде сделок РЕПО, наоборот, повысилась.

В начале 2022 г. стала формироваться тенденция инверсии кривых доходностей, при которой доходность краткосрочных заимствований превышает доходность долгосрочных облигаций, что часто рассматривается как наиболее действенный предиктор наступления рецессии в экономике.

В сфере финансового посредничества 2021 г. характеризовался низким уровнем конкуренции между финансовыми организациями, а также более медленным ростом активов банков, НПФ и страховых организаций по сравнению с ростом ВВП.

В 2020–2021 гг. на биржевые рынки пришел массовый инвестор. Только на Московской бирже число зарегистрированных клиентских счетов физических лиц у брокеров превысило 17 млн. На рынке ценных бумаг население обладает серьезным инвестиционным потенциалом, однако активы частных инвесторов распределены очень неравномерно, а из общей массы клиентов брокеров лишь около 2 млн обладают реальным инвестиционным потенциалом со стоимостью активов на счете от 100 тыс. руб. и более.

Изменения, произошедшие с февраля 2022 г., создают новые реалии для работы финансового рынка в настоящем и на перспективу. Закрытие внутреннего рынка ценных бумаг для нерезидентов, ограничения для совершения российскими компаниями и частными лицами трансграничных операций с иностранной валютой, уход из России многих иностранных компаний и банков, введение санкций на торговые операции российских компаний приводят к тому, что в ближайшей перспективе внутренний рынок акций может

рассчитывать только на ресурсы внутренних инвесторов. Ограничения для эмитентов облигаций в рефинансировании их задолженности наряду с другими факторами повышают вероятность корпоративных дефолтов.

Данный вызов предполагает проведение эффективной политики адаптации финансового рынка и его участников к новым реалиям и трудностям, а в дальнейшем разработку продуманной политики развития, ориентированной на рост преимущественно за счет внутреннего потенциала. В конце 2021 г. Банком России были утверждены «Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2022 г. и период 2023 и 2024 г.», а также другие стратегии развития в виде тематических докладов по тем или иным направлениям деятельности финансовых рынков. Минфином России был подготовлен проект «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации до 2030 г.», призванный обеспечить тесную координацию Правительства РФ и Банка России в развитии финансового рынка и укреплении его связи с экономической и социальной политикой государства. Данные документы вызвали большой интерес в профессиональном и инвестиционном сообществах. С учетом новых реалий, проявившихся в 2022 г., данные документы могут быть доработаны, чтобы стать надежной платформой для поддержания стабильности и последующего развития финансового рынка.

3.2. Банковский сектор¹

3.2.1. Основные показатели и финансовые результаты банковского сектора

На конец 2021 г. в российской банковской системе действовали 370 кредитных организаций. Годом ранее их число составляло 406 ед. За год количество действующих кредитных организаций сократилось на 36 ед. Количество отзывает лицензий составило 26 ед., добровольного аннулирования лицензий – 11 ед. С универсальной лицензией на конец года насчитывалось 232 банка (на начало года – 248), с базовой – 103 банка (на начало года – 118). Количество небанковских кредитных организаций сократилось на 5 ед. до 35 (рис. 64).

Сокращение общего количества банковских кредитных организаций сопровождается укрупнением банковского сектора – в 2021 г. наблюдался рост активов, собственных средств и прибыли. Благодаря быстрому восстановлению экономики совокупные активы кредитных организаций в прошедшем году выросли на 15,9% (за 2020 г. прирост составил 16,5%), собственные средства банков увеличились на 12,2% (в 2019 г. – на 11,3%). Таким образом, темпы роста активов и капитала примерно остались на уровне предшествующего года.

На 1 января текущего года совокупная прибыль банковского сектора составила 2362,9 млрд руб. (за 2020 г. – 1608,1 млрд руб.), по итогам 2021 г. количество

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

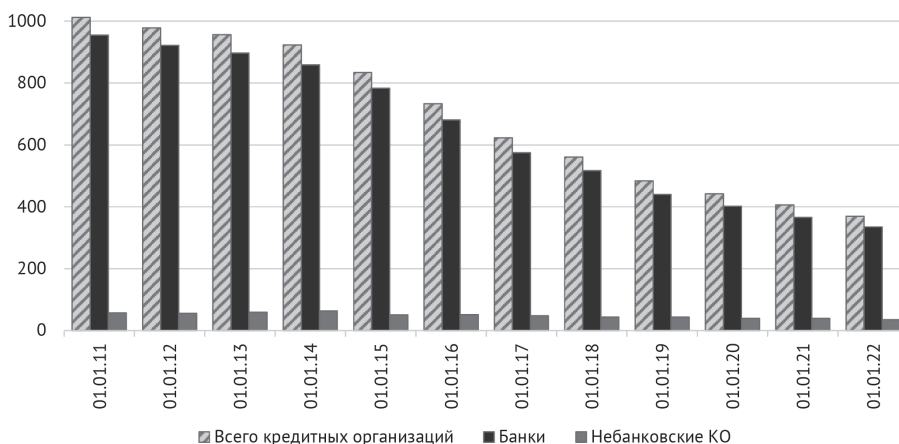


Рис. 64. Динамика количества кредитных организаций за последние 11 лет

Источник: Банк России.

прибыльных банков составило 84% (в 2020 г. – 80%). В настоящее время примерно 20% сектора (от общего количества) составляют убыточные банки и банки с низкой операционной эффективностью, которые находятся в дефолтной зоне, и, по всей вероятности, в течение 2022 г. большинство из них прекратят свое существование в качестве банковских кредитных организаций.

В течение года банки поддерживали высокий уровень прибыли (около 200 млрд руб. ежемесячно). В конце года кризис на фондовом рынке существенно скорректировал объемы банковской прибыли в сторону уменьшения (рис. 65).

В целом банковский сектор России оказался подготовленным к долгосрочному кризису во многом благодаря реализуемой в последние годы стабилизационной политике ЦБ РФ. Поддержание высокого уровня ликвидности, ликвидация несостоятельных банков, а также повышение требований к качеству банковских продуктов и услуг путем внедрения Базельских стандартов позволили повысить устойчивость отечественной банковской системы. Увеличение объемов бизнеса и высокая транзакционная активность в условиях восстановления экономики способствовали росту положительного финансового результата деятельности банков.

Рост прибыли существенно превысил рост активов и капитала, что сказалось на росте показателей банковской рентабельности: показатель ROA¹ на конец 2021 г. составил 2,2% (годом ранее – 1,4%), показатель ROE² – 21,7%

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.

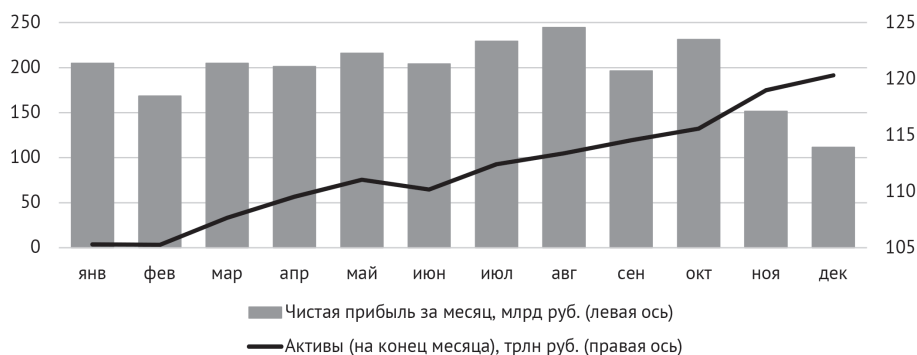


Рис. 65. Чистая прибыль (за месяц, млрд руб.) и объем совокупных активов банковского сектора (на конец месяца, трлн руб.) в 2021 г.

Источник: Банк России.

(на конец 2020 г. – 15,1%). Российский банковский сектор остается одним из наиболее рентабельных в мире, для сравнения: средняя рентабельность капитала банков США находится на уровне 12–13%, европейских – 6–8%.

Ведущие банки по-разному сумели воспользоваться текущей ситуацией. По итогам года в пятерку самых прибыльных кредитных организаций вошли те же банки, что и годом ранее: Сбербанк (52,4% от совокупной прибыли банковского сектора, годовой прирост – 58,3%), ВТБ (10,3%, годовой прирост – 332,4%), Альфа-Банк (5,7%, падение за год – 14,5%), Газпромбанк (3,9%, годовой прирост – 45,0%) и ФК «Открытие» (3,6%, годовой прирост – 4,4%).

По рентабельности капитала лидерами являются небольшие банки и небанковские кредитные организации, предлагающие широкий спектр платежных и расчетных услуг, а также бизнес на маркетплейсах. Наивысшую рентабельность капитала по итогам 2021 г. показали: НКО «Мобильная карта» (ROE – 395,6%), НКО «Расчетные решения» (83,11%), Модульбанк (67,5%), НКО «Вестерн Юнион ДП Восток» (62,17%), Киви Банк (58,0%). Данные организации и им подобные небольшие банки и небанковские кредитные организации существенно нарастили уровень рентабельности за 2021 г.

Рассмотрим основные компоненты чистой прибыли банков в 2021 г.

Чистый процентный доход составил 4075,1 млрд руб., превысив значение предшествующего года (3541,3 млрд руб.) на 15,1% (на 533,8 млрд руб. в абсолютном выражении). В условиях низких процентных ставок по кредитам темпы прироста процентных доходов оказались не столь значительными: процентные доходы от кредитования юридических лиц за год выросли на 5,3%, от кредитования граждан – на 7,3%. Прирост данных показателей обеспечен ростом объемов выдач и окончанием льготных условий по реструктуризации кредитов из-за пандемии в условиях быстрого восстановления экономики.

Вместе с тем низкие процентные ставки позволили банкам существенно оптимизировать процентные расходы за счет снижения ставок по срочным

депозитам населения и предприятий; кратковременный рост процентов по бессрочным и накопительным счетам в первой половине года в итоге не повлиял на общее сокращение процентных расходов – по счетам и депозитам предприятия процентные расходы снизились на 14,4%, по счетам и депозитам населения – на 14,7%. Таким образом, общее снижение рыночных ставок по привлеченным ресурсам способствовало росту чистого процентного дохода. Нужно отметить, что банкам удалось существенно нарастить комиссионные доходы по кредитным операциям, тем самым компенсировать потери от низкой процентной маржи. Так, за 2021 г. прирост комиссионных доходов по кредитам юрлиц составил 41,6%, по кредитам физлиц – 82,7%. Данный вид дохода включает плату за услуги, осуществляемые при предоставлении кредитов (за рассмотрение заявки, смс-оповещения, за обслуживание кредитной карты и т.д.).

Благодаря развитию электронных форм расчетов и высокой транзакционной активности банковских клиентов значительно вырос чистый комиссионный доход от посреднических операций (денежные переводы, брокерское обслуживание, выдача гарантий), на конец анализируемого года он вырос на 252,1 млрд руб. до 1536,8 млрд руб. (на конец 2020 г. – 1284,7 млрд руб.), за год его прирост составил 19,6%.

Наиболее весомый вклад в прирост банковской прибыли в 2021 г. связан с восстановлением резервов, в абсолютном выражении их общий объем снизился на 740,9 млрд руб., или на 60,1% относительно 2020 г., и составил 491,4 млрд руб. Причиной такого феномена стало превентивное создание резервов по задолженности с потенциально высоким риском в течение 2020 г., которые в 2021 г. были восстановлены в связи с улучшением общей экономической ситуации, а также с активностью коллекторов и возможностью переуступки проблемных кредитов.

Наиболее значительным вкладом, уменьшающим финансовый результат банков в абсолютном выражении (за год – 2568,2 млрд руб.), стали операционные расходы, связанные с обеспечением деятельности кредитной организации. Годовой прирост составил 304 млрд руб., или 18,1% (год назад – прирост 1,4%), при этом расходы на персонал выросли на 10,0% (в 2020 г. – прирост 2,8%). Таким образом, сокращение количества подразделений и персонала банков пока не дает заметного положительного эффекта от внедрения новейших IT-технологий.

Не столь благоприятно для банков сложилась ситуация на фондовом рынке. Начиная с III квартала банки столкнулись с отрицательной переоценкой ценных бумаг в связи с ростом доходности ОФЗ из-за роста ключевой ставки, а также из-за падения рынка акций в IV квартале. По итогам года чистые доходы от операций с ценными бумагами оказались ниже, чем расходы по выпущенным ценным бумагам. Итоговый отрицательный результат по операциям с ценными бумагами составил 65,2 млрд руб. (в 2020 г. зафиксирован положительный результат – 115,4 млрд руб.).

В ближайшей перспективе банки столкнутся с давлением на уровень маржи в связи с замедлением темпов роста в секторе высокодоходного

необеспеченного кредитования и необходимостью повышения ставок по депозитам. Ситуация на фондовом рынке в начале текущего года существенно ухудшилась и будет оставаться крайне напряженной в связи с усилением геополитических рисков и санкционного давления. В феврале нынешнего года российские банки из числа системно значимых предложили ЦБ РФ не учитывать отрицательную переоценку стоимости ценных бумаг при расчете норматива достаточности капитала, зафиксировав стоимость бумаг по состоянию на начало года. Запас капитала (по нормативам H20.0¹, H20.1² и H20.2³) в последнее время остается на невысоком уровне, что вынуждает банки снижать свою рыночную активность. 22 февраля текущего года ЦБ РФ признал возросшую волатильность на рынке и объявил о мерах поддержки российских банков⁴: до 1 октября 2022 г. банкам предоставлено право не признавать потери из-за обесценивания ценных бумаг, отражая в отчетности акции и облигации по их рыночной стоимости на 18 февраля 2022 г. Аналогичное регулятивное послабление в виде пересчета стоимости ценных бумаг по льготным котировкам использовалось в 2015 г. в условиях резкого повышения ключевой ставки. Также регулятор предоставил кредитным организациям возможность до 1 октября использовать курсы иностранных валют по состоянию на 18 февраля при расчете обязательных банковских нормативов.

Не исключено, что новый виток геополитических проблем может инициировать рост финансовых рисков, в связи с чем банкам придется нарастить резервы на возможные потери по ссудам. Таким образом, в первой половине года следует ожидать снижения размера прибыли и уровня рентабельности банковской деятельности относительно показателей 2021 г.

3.2.2. Кредитование юридических лиц

Восстановление экономики и ожидаемое повышение процентных ставок стимулировали в течение 2021 г. кредитный спрос со стороны компаний. Качество совокупного портфеля корпоративных кредитов банков улучшалось: средний уровень просроченной задолженности постепенно снижался, уровень доходности рос.

Совокупная кредитная задолженность корпоративных заемщиков⁵ перед российскими банками на 1 января 2022 г. достигла 51,9 трлн руб. Прирост корпоративного кредитного портфеля за прошедший год составил 7,2 трлн руб., или 16,1%, что соответствует приросту совокупных банковских активов (15,9%). Годом ранее корпоративный кредитный портфель российских банков вырос на 5,8 трлн руб., или на 14,8%. Поскольку высокие темпы предшествующего года были обусловлены валютной переоценкой и государственным стимулированием льготного кредитования, можно сделать вывод о росте

1 H20.0 – норматив достаточности базового капитала банковской группы.

2 H20.1 – норматив достаточности основного капитала банковской группы.

3 H20.2 – норматив достаточности (собственных средств) капитала банковской группы.

4 URL: <https://rg.ru/2022/02/22/bank-rossii-obiavil-o-merah-podderzhki-rynka.html>

5 Включаются кредиты нефинансовым и финансовым организациям, а также индивидуальным предпринимателям.

корпоративного кредитования вследствие улучшения в 2021 г. делового климата в бизнес-среде.

Рублевый портфель корпоративных кредитов с начала 2021 г. вырос на 19,8% и до 39,7 трлн руб., что превышает показатель прироста 2020 г. – 11,4%. Доля рублевых ссуд в совокупном кредитном портфеле оставалась практически неизменной – 76,4%. Валютный портфель в 2021 г. вырос незначительно – на 5,3%, тогда как в предшествующем году был зафиксирован существенный прирост – на 25,5%, обусловленный снижением курса рубля.

Рост объемов кредитования, а также повышение процентных ставок и введение разнообразных банковских комиссий положительно сказываются на росте банковских доходов от кредитования юридических лиц. После падения их уровня в 2019–2020 гг., вызванного снижением ставок, в 2021 г. наметилась явно выраженная смена тренда (рис. 66). Также рост банковских доходов был обусловлен субсидированием кредитов, предоставляемых в рамках льготных правительственных программ.

Уровень просроченной задолженности в течение 2021 г. снижался как в абсолютном, так и в относительном выражении. Согласно отчетности на 1 января 2022 г., объем просроченной задолженности по кредитам предприятиям составил 2,9 трлн руб., снизившись за год на 231,2 млрд руб., или на 7,3%. При этом отношение просроченной задолженности к совокупному портфелю корпоративных кредитов также снизилось с 7,1 до 5,6%. Таким образом, большинство российских банков в целом адекватно оценили кредитоспособность своих клиентов, а также сумели задействовать различные механизмы работы с проблемной задолженностью (переуступка коллекторам, реализа-

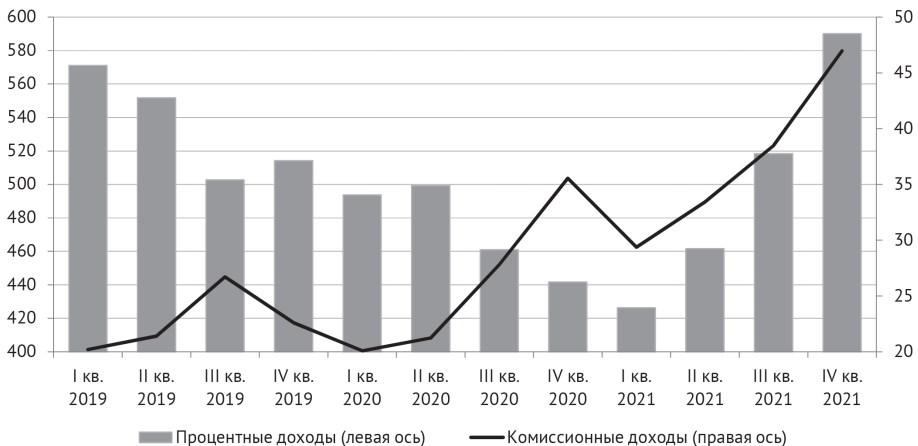


Рис. 66. Процентные и комиссионные доходы банковского сектора от кредитования предприятий в 2019–2021 гг., млрд руб.

Источник: Банк России; расчеты автора.

ция залога, использование страховых инструментов и т.д.). В целом сформированные резервы на возможные потери по ссудам покрывали проблемные кредиты примерно на 75% и не представляют существенного риска.

Отраслевая структура корпоративных кредитов существенных изменений по сравнению с предыдущим годом не претерпела. Лидерами по объему привлеченных кредитов являются предприятия следующих отраслей: «Деятельность финансовая и страховая» (41,0 трлн руб. за год, или 47,9% от общей суммы выданных), «Торговля оптовая, кроме оптовой торговли автотранспортными средствами и мотоциклами» (14,3 трлн руб., или 18,7%) и «Обрабатывающие производства» (10,5 трлн руб., или 13,8%).

Наиболее существенный прирост объемов привлеченных кредитов зафиксирован у предприятий отраслей: «Деятельность профессиональная, научная и техническая» (прирост на 55,4%), «Предоставление прочих видов услуг» (прирост на 42,2%) и «Добыча полезных ископаемых» (прирост на 39,8%).

Несмотря на продолжение программ льготного кредитования и прочих мер поддержки со стороны правительства и Центрального банка предприятиям уязвимых отраслей в 2021 г., многие сферы деятельности все же испытали серьезные трудности в привлечении банковских кредитов и были вынуждены снизить объемы заимствований. На 1 января 2022 г. у 31 класса ОКВЭД-2 (32,3% от всех видов деятельности) наблюдалось снижение задолженности по банковским кредитам относительно уровня 2020 г. Наиболее существенное падение объемов зафиксировано по отраслям: «Прочие виды деятельности» (снижение на 49,9%), «Деятельность в области информации и связи» (снижение на 23,5%) и «Деятельность в области здравоохранения и социальных услуг» (снижение на 17,3%).

Нужно отметить, что последствия пандемии отразились на концентрации корпоративного кредитования: несмотря на рост портфеля, общее количество заемщиков – юридических лиц снизилось на 27,6% по сравнению с показателем годичной давности (рис. 67). Это связано с тем, что основными пользователями программ поддержки стали заемщики, у которых в течение года до начала пандемии отсутствовала существенная кредитная задолженность.

Поддержка малого и среднего предпринимательства оставалась одним из приоритетов государства в области экономики. На конец 2021 г. на долю кредитов предприятиям МСП приходилось 7,1 трлн руб., или 13,7% от общего объема совокупного портфеля. В связи с этим правительством были разработаны новые меры поддержки помощи предприятиям малого и среднего бизнеса.

В конце октября 2021 г. правительством был анонсирован запуск второго этапа программы льготного кредитования «ФОТ 3.0», а также механизм грантовой поддержки бизнеса¹. Отличие второго этапа программы «ФОТ 3.0» от первого в том, что существенно расширен список получателей кредита, а также увеличены срок кредитования (до 18 месяцев) и срок погашения кредита (с 6 до 12 месяцев). Новая программа действовала с 1 ноября по 30 декабря 2021 г.

¹ URL: <http://government.ru/news/43700/>

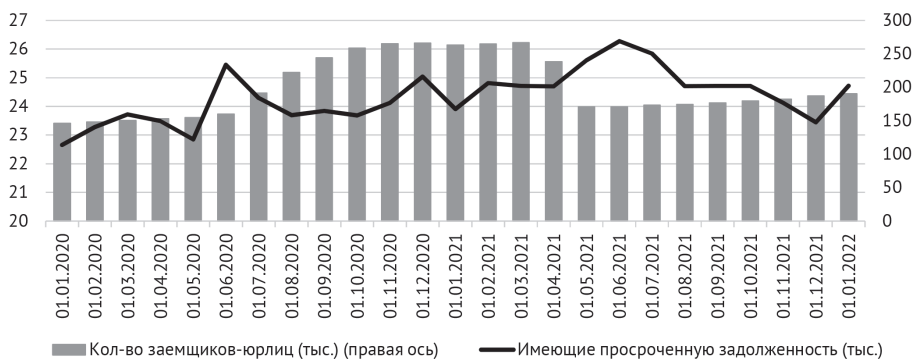


Рис. 67. Количество юридических лиц – резидентов, имеющих задолженность перед банками (включая просроченную) в 2020–2021 гг.

Источник: Банк России.

Кредит выдавался из расчета один минимальный размер оплаты труда (МРОТ – 12792 руб.) на каждого сотрудника, сроком на 12 месяцев, ставка кредита – 3% годовых. По условиям программы в первые полгода заемщик вправе не осуществлять никаких платежей по кредиту – ни процентных, ни по основному долгу, затем в течение 12 месяцев погашать заем равными долями с учетом процентов. При этом 75% кредита обеспечены поручительством ВЭБ.РФ.

Получить поддержку в рамках второго этапа программы льготного кредитования «ФОТ 3.0» могли представители 17 наиболее пострадавших отраслей (в рамках первого этапа программы «ФОТ 3.0» их было 11). По просьбе бизнеса в список были добавлены такие сферы деятельности, как дополнительное образование детей и взрослых, услуги по дневному уходу за детьми, бытовое обслуживание, услуги химчисток, стоматологий, парикмахерских и салонов красоты.

В течение пандемийного кризиса Правительству РФ и Центральному банку удалось минимизировать банковские риски и стимулировать кредитование корпоративного сектора. Однако высокая концентрация корпоративных обязательств является потенциальным источником системного риска для отечественного банковского сектора. Соответственно в среднесрочной перспективе потребуются меры, стимулирующие диверсификацию корпоративного кредитного портфеля банков, успех их реализации во многом будет зависеть от развития малого и среднего предпринимательства, а также от осуществления стратегии развития конкуренции и антимонопольного регулирования в стране.

3.2.3. Кредитование физических лиц

Совокупная кредитная задолженность физических лиц перед российскими банками на 1 января 2022 г. достигла 25,1 трлн руб. Прирост совокупного

портфеля за 2021 г. составил 5023,9 млрд руб., или 25,1%, что превышает годовой показатель прироста совокупных банковских активов (15,9%), а также показатель прироста корпоративных кредитов (16,1%). Годом ранее кредиты физическим лицам за аналогичный период выросли на 2392,8 млрд руб., или на 13,6%. Таким образом, темпы прироста кредитования физических лиц минувшего года существенно превысили соответствующий показатель 2020 г. и являются рекордными за всю историю российского кредитного рынка.

На долю рублевых кредитов приходится 25,0 трлн руб., или 99,8% от общего объема кредитной задолженности. Нестабильность курса рубля и высокие валютные риски привели к практически полному отказу от валютных кредитов, которые в течение прошедшего года снизились на 40,2% и составили всего 56,2 млрд руб.

Прирост просроченной задолженности с начала года составил 8,1%, а общий объем достиг 1008,3 млрд руб. Доля просроченной задолженности в кредитном портфеле несколько снизилась и составила на 01.01.2022 4,0%, в то время как годом ранее этот показатель был 4,7%. В целом показатель просроченной задолженности остается на невысоком уровне, ниже, чем в сегменте корпоративного кредитования (5,6%). Однако, несмотря на относительно высокое качество кредитного портфеля, по мере роста его объемов происходит накопление системных рисков: согласно данным ЦБ РФ, к середине 2021 г. 45,6% задолженности приходится на заемщиков с уровнем ПДН¹ свыше 80%.

Уровень доходности кредитных операций по операциям кредитования граждан в 2021 г. вырос (рис. 68): процентные доходы увеличивались с каждым кварталом по мере роста рыночных ставок и по итогам 2021 г. превысили уровень 2020 г. на 7,3% (за предшествующий год – прирост 6,0%), комиссионные доходы выросли более существенно – на 82,7% (в 2020 г. – на 23,5%).

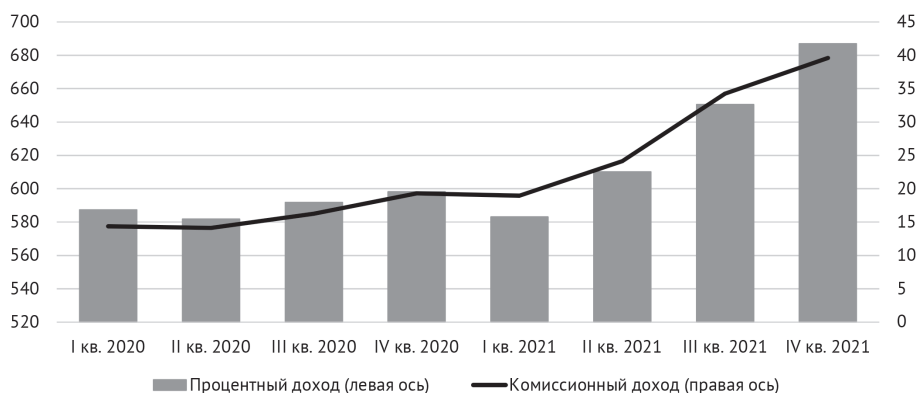


Рис. 68. Банковские процентные и комиссионные доходы по операциям кредитования граждан в 2020–2021 гг., млрд руб.

Источник: Банк России.

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

Портфель потребительских кредитов вырос на 20,1% до уровня 11,7 трлн руб., наиболее высокие темпы его прироста при относительно невысоких процентных ставках зафиксированы в середине года (до 2,2% в мае и августе), к концу года в условиях роста ставок темпы упали до 0,5% (декабрь). В целом стоимость обслуживания долга по различным видам потребительских кредитов (целевые, нецелевые, POS-кредиты) к концу года выросла на 2–3 п.п. Автокредиты продемонстрировали схожую динамику по приросту объемов и стоимости обслуживания, годовой прирост составил 22,1% до уровня 1,3 трлн руб.

Банк России уточнил методику расчета коэффициента обслуживания долга (КОД) для физических лиц. Данный коэффициент представляет собой отношение общей суммы плановых платежей населения по кредитам к общему доходу населения. Во избежание двойного учета процентные платежи по кредитам, согласно новой методике, не уменьшают располагаемые доходы населения, так как уже учитываются в сумме плановых платежей. Новая методика расчета использует дополнительные данные бюро кредитных историй (НБКИ, ОКБ и Эквифакс), что позволяет проводить сегментацию кредитного портфеля, и предусматривает выделение плановых платежей по кредитным картам¹, просроченной задолженности, а также штрафов и пени. Внесенные изменения приводят к уменьшению оценки долговой нагрузки населения (за год КОД снизился с 11,5 до 9,8%), при этом общая динамика показателя КОД по новой методике существенно не изменилась и демонстрирует устойчивый рост в течение последних четырех лет.

Ускорение темпов прироста задолженности во многом обусловлено привлечением заемщиков из новых клиентских сегментов, в том числе наименее обеспеченных, которые тратят на обслуживание долга свыше 50% доходов. Таким образом, решение совета директоров Банка России повысить надбавки к коэффициентам риска по необеспеченным потребительским кредитам, предоставленным с 1 июля 2021 г., призванное снизить риски перегрева рынка, пока не отразилось на банковской кредитной политике – в августе зафиксирован рекордный объем потребкредитов в количестве 2,1 млн на сумму 646,7 млрд руб. Такое положение дел отчасти обусловлено сезонными факторами (окончание сезона отпусков, подготовка к новому учебному году), но в то же время определенный стимул на рост спроса оказывают сохраняющиеся невысокие процентные ставки при их ожидаемом росте вследствие повышения ключевой ставки ЦБ.

В условиях номинально низких процентных ставок по розничным кредитам банки повышают маржинальность кредитования за счет роста комиссий, в частности, в стоимости продукта растет доля страхования, за которое банк получает комиссионный доход от страховых компаний. При номинальных ставках 5–12% средний уровень ПСК² (по всем видам потребительских

1 Плановый месячный платеж по кредитной карте принят равным 7,6% от величины задолженности (годовой платеж в 68% от величины задолженности).

2 Полная стоимость кредита (ПСК) – платежи заемщика по кредитному договору, размеры и сроки уплаты которых известны на момент его заключения, в том числе с учетом платежей в пользу третьих лиц, определенных договором, если обязанность заемщика по таким

кредитов) колеблется в районе 14–15%, а по отдельным видам кредитов (нецелевые потребительские кредиты, кредиты на рефинансирование задолженности) средний ПСК достигает значения свыше 20%. Согласно Федеральному закону «О потребительском кредите (займе)» банки могут заключать договора с превышением текущего среднерыночного значения ПСК, рассчитанного ЦБ РФ, на треть. Это позволяет сделать вывод, что данный показатель имеет потенциал роста и в ближайшее время возможно ожидать повышения стоимости кредитов за счет как роста процентных ставок, так и увеличения комиссий.

В условиях усиления санкционного давления правительство и ЦБ будут вынуждены вновь, как и в случае кризиса, вызванного эпидемиологическими факторами, стимулировать кредитную деятельность банков введением дополнительных антикризисных мер для поддержки населения.

3.2.4. Ипотечное кредитование

Совокупный портфель ипотечных жилищных кредитов (ИЖК) на балансе банков на 1 января 2022 г. достиг объема 12,0 трлн руб.¹, за год увеличение составило 26,4%, что превышает прирост за 2020 г. (21,1%). Прирост ипотечного кредитования в 2021 г. превысил соответствующие показатели в других розничных сегментах (потребительское кредитование и автокредитование).

В 1-м полугодии 2021 г. сохранялись благоприятные условия для роста ипотеки благодаря невысоким рыночным ставкам и программам льготного кредитования, введенных в период пандемии в 2020 г., соответственно, полугодовой прирост составил 13,8%. Во второй половине 2021 г. рост рыночных ставок, сокращение и переформатирование госпрограмм, а также повышение с 1 августа 2021 г. надбавок к коэффициентам риска по кредитам с показателем LTV² в диапазоне 80–85% способствовали замедлению темпов роста рынка, что, однако, отчасти было компенсировано высоким спросом на недвижимость и разработкой новых предложений в рамках партнерских программ банков и девелоперов (прирост – 11,0% за 2-е полугодие). Также рост рыночных ставок снизил спрос на рефинансирование ранее взятых кредитов, их доля в общем объеме выданных за год сократилась с 14,5 до 9,9%.

Основная часть ипотечного кредитования приходится на вторичный сегмент (75%), за истекший год доля кредитов, выданных на первичном рынке, снизилась с 27 до 25%. Качество ипотечного портфеля остается высоким на фоне прочих розничных сегментов – доля просроченной свыше 90 дней задолженности не превышает 1%³.

платежам вытекает из условий договора. Полная стоимость кредита вычисляется в годовых процентах.

1 С учетом секьюритизации объем ипотечного портфеля составил 12,9 трлн руб.

2 Отношение кредита к стоимости (Loan-to-Value Ratio, LTV) – это процентное соотношение основной суммы кредита и оценочной стоимости актива, являющегося его обеспечением. Коэффициент LTV обычно вычисляется делением суммы кредита на оцениваемую стоимость его обеспечения. Коэффициент в 80% требует, чтобы кредит был не более 80% от последней покупной цены обеспечения.

3 URL: <https://xn--d1aqf.xn--p1ai/upload/iblock/5a5/5a5d4aef263441a366e4fb5296b93270.pdf>

В III квартале активность заемщиков заметно снизилась, количество ипотечных сделок сократилось на 11,3%, а общий объем предоставленных кредитов снизился на 11,8% по сравнению с предыдущим кварталом. Основная причина изменения динамики рынка – вступление в силу новых условий государственной программы «Льготная ипотека» в июле, согласно которым процентная ставка повысилась с 6,5 до 7%, а максимальная сумма кредита для всех регионов снижена до 3 млн руб., что практически сводит на нет возможность реализации данной программы в Москве и Санкт-Петербурге¹.

Вместе с тем рост инфляции и, как следствие, изменение денежно-кредитной политики ЦБ РФ (повышение ключевой ставки) также оказывает охлаждающее воздействие на поведение банков и активность потребителей: рыночные ставки, достигнув исторического минимума в июне – 7,07%, начали повышаться. До конца года рост ставок оставался не столь значительным (рис. 69), тем не менее можно говорить о смене тренда. На первичном рынке с начала года ставки росли умеренно (до 6,3%, +0,7 п.п.) и оставались достаточно низкими. На вторичном рынке ставки в целом были выше, поэтому для поддержания спроса банки практически не увеличивали их (незначительное повышение до 8,3%, +0,2 п.п.). Несмотря на рост ставок, банки сумели удержать клиентов и совместно с девелоперами вывели на рынок ряд предложений, предусматривающих ставку по ипотеке ниже рыночной на определенный пул квартир или конкретный срок. В целом средняя ставка в секторе рублевого ИЖК выросла с начала года примерно на 0,5 п.п.

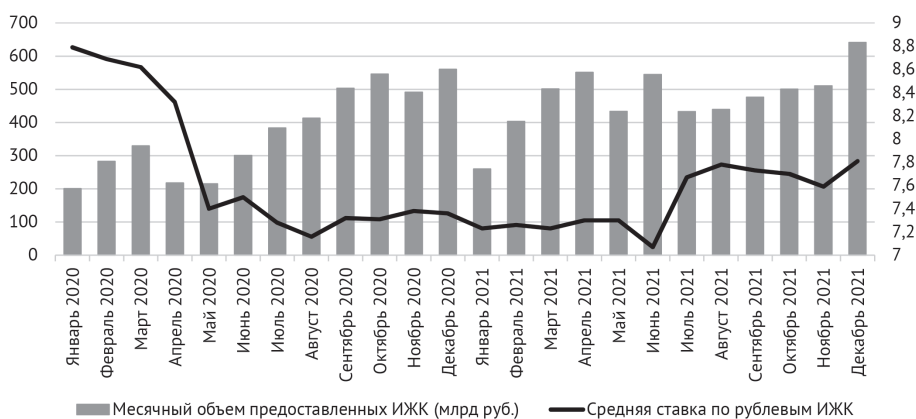


Рис. 69. Динамика ежемесячных объемов кредитования и процентных ставок на рынке ипотечного жилищного кредитования в 2020–2021 гг.

Источник: Банк России.

¹ Согласно прежним условиям программы в Москве, Московской области, Санкт-Петербурге и Ленинградской области максимальная сумма кредита составляла 12 млн руб., в остальных субъектах Федерации – до 6 млн руб.

В допандемийный период в России, как и в других странах, динамика ставок по ипотечному кредитованию коррелирует с динамикой доходности долгосрочных государственных облигаций. С учетом уровня риска ставки по кредитам выше доходности гособлигаций, как правило, на 2–5%. Однако к концу года средние ставки по ипотечным кредитам были ниже доходности гособлигаций примерно на 1 п.п.¹ вследствие двух основных причин.

Во-первых, еще в 2020 г. установлен порядок компенсации банкам недополученных доходов по ипотечным кредитам гражданам. Согласно постановлению Правительства РФ от 23.04.2020 № 566 недополученные доходы банка от выдачи ипотеки представляют собой разницу между ключевой ставкой ЦБ, увеличенной на 3 п.п., и льготной ипотекой (согласно редакции 2021 г., для индивидуальных жилых домов на земельных участках – 5 п.п.). Таким образом, рост ключевой ставки выгоден банкам, поскольку отклонение льготной ставки от рыночного значения компенсирует государство. Несмотря на то что доля субсидируемых кредитов в 2021 г. устойчиво снижалась (с 37% в IV квартале 2020 г. до 18% в IV квартале 2021 г.), данный фактор все же сказывался на стоимости ипотечных кредитов.

Во-вторых, в последние годы банки все чаще компенсируют невысокие процентные доходы наращиванием комиссионных доходов (при ипотечном кредитовании – комиссии за рассмотрение заявки на кредит, за снижение ставки, за внесение изменений в условия кредитного и обеспечительных договоров, за выдачу банком справок и согласий и прочие виды услуг), поэтому банки заинтересованы в высоких объемах кредитования и росте количества кредитных сделок.

В целом, согласно данным отчетности, качество совокупного портфеля ИЖК улучшается. Просроченная задолженность по ИЖК на 1 января 2022 г. составила 67,7 млрд руб., или 0,6% от общего объема совокупной задолженности (для сравнения: уровень просроченной задолженности по потребительским кредитам – 4,4%, по кредитам юридическим лицам – 5,6%).

Объем проблемных кредитов NPL 90+² остается на достаточно низком уровне – 73 млрд руб. (0,9% от совокупного объема), за 2021 г. их объем снизился на 14 млрд руб., в первую очередь за счет списаний безнадежной задолженности.

Доля рефинансирования в начале 2021 г. была на относительно высоком уровне – свыше 16% в общем количестве выданных ипотечных кредитов, к концу года это значение снизилось до 9,4%. В ближайшее время спрос на кредиты для целей рефинансирования будет дополнительно поддержан за счет распространения «Семейной ипотеки» на семьи с одним ребенком. Условия программы позволяют рефинансировать ипотечный кредит, оформленный на покупку жилья в новостройках, по льготной ставке до 6%³.

1 Доходность по долгосрочным (20–30 лет) государственным облигациям – 8–8,5%.

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

3 URL: <https://xn--d1aqf.xn--p1ai/upload/iblock/063/063a1e46bc8c6bd983ae41064cbd06ed.pdf> (ДОМ.РФ).

В ближайшей перспективе в силу обострения кризиса, снижения курса рубля, усиления инфляционных процессов и растущей строительной себестоимости цены на рынках новостроек и вторичного жилья будут расти. В этих условиях банки в партнерстве с девелоперами постараются стимулировать спрос за счет расширения линейки дисконтов и предложений ипотеки на специальных условиях. Вместе с тем инфляция будет обесценивать сбережения населения и поддерживать интерес частных инвесторов к вложению средств в недвижимость, что, в свою очередь, также будет стимулировать спрос на ипотечном рынке.

Полностью раскрыть потенциал российского ипотечного рынка позволит внедрение широкого набора финансовых инструментов, которые сейчас активно разрабатываются ведущими игроками: ипотечные облигации, предоставление кредитов в цифровом формате, развитие ипотечных маркетплейсов, масштабирование электронных закладных и других продуктов и проектов. Внедрение этих инструментов позволит снизить средние ипотечные ставки, сделать их доступнее для заемщика, упростить и ускорить оформление ипотечных сделок.

Восстановление реальных располагаемых денежных доходов населения по мере стабилизации международной обстановки и макроэкономических процессов и нормализации эпидемиологической обстановки позволит постепенно увеличивать долю ипотеки в ВВП до уровня развитых стран и тем самым улучшать показатели обеспеченности жильем.

3.2.5. Ресурсы кредитных организаций

Замедление темпов прироста объемов депозитов физических лиц обусловлено политикой низких ставок в 1-й половине 2021 г. и введением налога с процентов по вкладам физических лиц, вступившего в силу в 2021 г. Повышение ключевой ставки Банка России способствовало росту банковских ставок по депозитам и позволило снизить темпы оттока средств со срочных депозитных счетов. Невысокий уровень процентных ставок по вкладам привел к постепенному перераспределению ресурсов клиентов – физических лиц, что выразилось в росте популярности накопительных счетов и дальнейшем продвижении банковских продуктов, связанных с инвестициями на фондовом рынке.

Средства физических лиц¹ по-прежнему остаются одним из наиболее значимых для банков ресурсом: на 1 января 2022 г. они составили 28,8% от объема банковских пассивов. Для сравнения: средства корпоративных клиентов – 31,5%, средства банков – 9,8%, государственные средства – 7,9%, кредиты от Банка России – 2,3%. Доля собственного капитала составила 10,1%.

Общий объем депозитов физических лиц по итогам года достиг 34,7 трлн руб., прирост в абсолютном выражении составил 1,9 трлн руб., или 5,7% (на 1 января 2021 г. зафиксирован прирост на 2,4 трлн руб., или 8,0%).

Средства в рублях составили 27,8 трлн руб.; за прошедший год зафиксировано снижение на 6,8% (за 2020 г. – прирост на 6,5%). Валютные депозиты

1 Включая вклады и средства на счетах.

составили 6,9 трлн руб. (прирост на 1,4% с начала 2021 г., в 2020 г. – прирост на 13,8%, обусловленный падением курса рубля). Несмотря на крайне низкие процентные ставки по валютным вкладам, уровень долларизации¹ остается прежним, на начало 2022 г. доля валютных вкладов в общем объеме средств физических лиц составила 19,9% (на соответствующую дату предшествующего года – 20,7%). Стабильность валютных вкладов обеспечена двумя основными факторами: относительной стабильностью курса рубля и ростом инфляционных ожиданий населения, сдерживающих переток валютных вкладов на рублевые счета.

Существенный прирост зафиксирован по показателю счетов эскроу физических лиц по договорам участия в долевом строительстве, их прирост составил 1856,4 млрд руб., или 158,2%. Прирост данного показателя в значительной степени связан с растущей популярностью ипотеки и продлением государственной поддержки льготного ипотечного кредитования.

По данным Агентства страхования вкладов, средний размер вклада, размещенного в одном банке, составил 283 тыс. руб. (без учета мелких вкладов менее 1 тыс. руб.). Средний размер средств вкладчиков на счетах эскроу составил 5,2 млн руб.

Привлеченные средства физических лиц нерезидентов составили 547,0 млрд руб., снизившись с начала года на 2,0%. При этом средства на счетах (счета, используемые для расчетов) выросли за анализируемый период на 14,1%, в то время как депозиты (сберегательные счета, приносящие процент) уменьшились на 19,9%.

Сокращается и число сберегательных сертификатов. За год их стоимостной объем упал на 52,9% до уровня 5,7 млрд руб. Данный финансовый инструмент практически потерял какую-либо привлекательность из-за введенных ограничений по оборотоспособности².

Временная структура вкладов не претерпела серьезных изменений. Как и год назад наибольшим спросом пользуются средства на счетах (38,5% от общего объема вкладов), прирост которых составил 8,2%. К данной категории относятся накопительные счета, преимущества которых состоят в относительно высоких процентных ставках (соответствующих срочным депозитам) и возможности гибкого управления счетом (количество транзакций в виде пополнения и снятий при отсутствии или невысоком уровне неснижаемого остатка практически не ограничено). На долю долгосрочных вкладов сроком свыше одного года приходится 34,4% вкладов, снижение составило 4,8%. По этим вкладам банки иногда предлагают относительно привлекательные процентные ставки, тем самым обеспечивая стабильность ресурсной базы при невысокой стоимости фондирования. На *рис. 70* видно, как в течение последних лет снижались процентные расходы банков по депозитам и вместе с тем росла доля процентных расходов по счетам.

Сокращение общего числа кредитных организаций приводит к наступлению страховых случаев на рынке банковских депозитов. Агентство по

1 Учитываются все вклады в иностранных валютах.

2 Поправки в Гражданский кодекс (Федеральный закон от 26.07.2017 №212-ФЗ) запрещают продажу ценных бумаг на предъявителя с 01.06.2018.

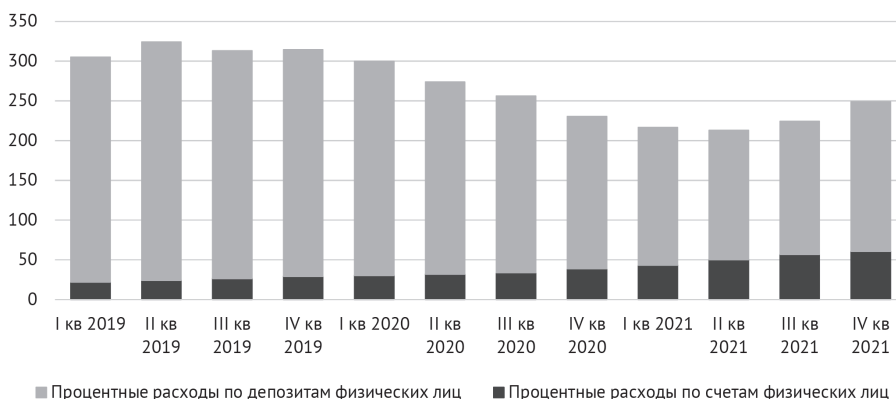


Рис. 70. Динамика процентных расходов банков по счетам и депозитам населения в 2019–2021 гг., млрд руб.

Источник: Банк России; расчеты автора.

страхованию вкладов (АСВ) за 2021 г. выплатило страховое возмещение 155 тыс. вкладчиков на общую сумму 52,5 млрд руб. В истекшем году страховые случаи наступили в отношении 22 банков – участников системы страхования вкладов. Выплаты возмещения Агентством начинались на шестой-седьмой рабочий день после страхового случая. Действующие лимиты страхового возмещения обеспечили 98% вкладчиков банков возможность полностью вернуть свои средства за счет фонда обязательного страхования вкладов.

В соответствии с решением совета директоров АСВ от 27.04.2021, начиная с III квартала 2021 г. базовая ставка страховых взносов банков в Фонд обязательного страхования вкладов (ФОСВ) повышается с 0,1 до 0,12% расчетной базы. Размер дополнительной и повышенной дополнительной ставок страховых взносов сохраняется на прежнем уровне – 25 и 300% базовой ставки соответственно. Учитывая незначительное повышение базовой ставки, данное решение кардинально не повлияет на уровень банковских ставок по депозитам.

Существенного изменения ситуации на рынке вкладов в случае отсутствия внешних шоков не предвидится. По итогам 2021 г. средневзвешенная ставка банков по вкладам граждан срочностью до года составила 3,86%, что на 0,48 п.п. выше, чем в конце 2020 г. Средняя ставка по депозитам на сроки больше года повысилась до 5,8% (плюс 1,63 п.п. к декабрю 2020 г.). Наметившийся рост банковских процентных ставок, связанный с повышением ключевой ставки, возможно, приостановит отток средств с депозитных счетов физлиц, однако в ближайшее время их реальная доходность с учетом ожидаемой инфляции будет близка к нулю или останется в отрицательной зоне.

В краткосрочной перспективе возможен небольшой рост номинальной доходности по вкладам, который позволит сбалансировать переток средств со срочных депозитов на накопительные счета. В этих условиях кредитные

организации получат возможность стабилизировать структуру своей ресурсной базы, а также снизить процентные риски и риски ликвидности.

В целом банковская политика в отношении вкладов населения останется неизменной: невысокие процентные ставки по депозитам физических лиц будут совмещаться с активным продвижением инвестиционных сервисов, к которым, в частности, относятся доверительное управление средствами клиента (например, вложения в паевые инвестиционные фонды), брокерское обслуживание (самостоятельное совершение клиентами операций купли-продажи различных финансовых инструментов на российском фондовом рынке и на зарубежных площадках), а также различные структурные (комплексные) продукты, состоящие из комбинации различных финансовых инструментов (например, сочетание депозита, страхования и инвестиций в ценные бумаги). С одной стороны, консерватизм населения в форме приверженности традиционным продуктам будет способствовать поддержанию высоких объемов средств на банковских депозитах и счетах, что позволит банкам продолжить оптимизацию процентных расходов и увеличивать прибыль. С другой стороны, постепенный переход к инвестиционным банковским продуктам (ПИФы, индивидуальные инвестиционные счета, брокерские счета и др.) предоставит банкам возможность диверсифицировать рыночные риски и вместе с тем наращивать комиссионные доходы по торгово-посредническим операциям. Еще одной задачей банковского менеджмента станет восстановление доверия клиентов к структурным продуктам, разработанным в предыдущие годы; при повышении уровня их прозрачности банки смогут возобновить предложения по инвестиционному (ИСЖ)¹ и накопительному (НСЖ)² страхованию жизни, способствуя повышению долгосрочности ресурсной базы.

1 ИСЖ – смешанный инвестиционно-страховой продукт, сочетание страхования жизни клиента и вложений в акции и облигации российских эмитентов.

2 НСЖ – долгосрочная программа вложений, которая совмещает два инструмента: страховую защиту и накопление денег.