



Банк России

IV квартал 2020 –  
I квартал 2021 года

# ОБЗОР ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

Информационно-аналитический материал

Москва  
2021



# ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>Резюме .....</b>	<b>2</b>
1. Риски глобальной экономики и мировых финансовых рынков.....	2
2. Финансовый и реальный секторы в условиях COVID-19.....	3
3. Уязвимости финансового сектора .....	6
<b>1. Риски глобальной экономики и мировых финансовых рынков .....</b>	<b>10</b>
Врезка 1. Усиление фискальных дисбалансов в странах с формирующимися рынками.....	17
Врезка 2. Меры поддержки зарубежных регуляторов в период пандемии COVID-19: курс на балансирование рисков .....	19
<b>2. Финансовый и реальный секторы в условиях COVID-19 .....</b>	<b>21</b>
2.1. Финансовое положение компаний и корпоративные кредитные риски .....	21
Врезка 3. Прибыль, долговая нагрузка и ожидаемые дивидендные выплаты крупных российских компаний.....	26
2.2. Долговая нагрузка населения и риски розничного кредитования .....	36
2.2.1. Темпы роста кредитования и долговая нагрузка на макроуровне.....	36
2.2.2. Стандарты кредитования .....	37
2.2.3. Динамика кредитного риска и макропруденциальные меры .....	39
2.3. Оценка устойчивости банковского сектора.....	44
2.4. Оценка устойчивости некредитных финансовых организаций .....	48
Врезка 4. Развитие экосистем и связанные с этим риски .....	48
Врезка 5. Результаты обследования рисков некредитных финансовых организаций .....	49
Врезка 6. Влияние новых правил регулирования инвестиционных продуктов на страховые компании и брокерские организации .....	51
<b>3. Уязвимости финансового сектора.....</b>	<b>54</b>
3.1. Краткосрочные уязвимости финансового сектора.....	54
3.1.1. Чувствительность российского долгового рынка к поведению нерезидентов .....	54
3.1.2. Процентные риски банковского сектора .....	59
3.1.3. Риски ценовых «пузырей» на рынке жилья .....	66
3.2. Потенциальные уязвимости финансового сектора в среднесрочном и долгосрочном периоде.....	69
3.2.1. Риски перетока вложений населения в иностранные финансовые инструменты .....	69
3.2.2. Климатические риски.....	75
Врезка 7. Стратегии инвесторов в части вложения в «коричневые» и «зеленые» активы .....	77
<b>Перечень рисунков .....</b>	<b>81</b>
<b>Перечень таблиц.....</b>	<b>83</b>

Материал подготовлен Департаментом финансовой стабильности Банка России.

В настоящем обзоре статистические и расчетные данные приведены по состоянию на 1 апреля 2021 года.

[Электронная версия обзора](#) на русском и английском языках размещена на официальном сайте Банка России.

Замечания, комментарии и предложения, касающиеся структуры и содержания обзора, можно направлять по адресу [reports@cbr.ru](mailto:reports@cbr.ru).

При использовании материалов выпуска ссылка на Банк России обязательна.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2021

## РЕЗЮМЕ

2021 г., как и ожидалось, становится годом восстановления экономики – и в России, и в мире в целом. Ситуация на финансовых рынках и в финансовом секторе остается относительно спокойной. В то же время текущая эпидемическая обстановка в мире по-прежнему сложная, риски периодического усиления пандемии и, соответственно, повышенной волатильности на рынках сохраняются. Перед регуляторами стоит задача найти баланс между поддержкой экономики и сворачиванием мер, чтобы, с одной стороны, способствовать дальнейшему восстановлению экономики, а с другой стороны, не допустить накопления рисков, чрезмерного роста долговой нагрузки, переоцененности активов и в итоге снижения устойчивости финансовой системы.

### 1. Риски глобальной экономики и мировых финансовых рынков

В отчетный период экономическая активность в значительной степени восстановилась во многих странах, прогнозы относительно перспектив глобального роста улучшились благодаря началу масштабной вакцинации населения от COVID-19 и мерам поддержки ведущих регуляторов. Согласно апрельской оценке Международного валютного фонда (МВФ), прирост мирового ВВП в 2021 г. составит 6,0% после снижения на 3,3% в 2020 году. В этих условиях на глобальных финансовых рынках сформировались благоприятные настроения: фондовые индексы в США (S&P 500) и странах с формирующимися рынками (СФР) (FTSE Emerging Markets) достигли новых исторических максимумов, цены на нефть вернулись к значениям до начала пандемии, зафиксированы рекордные нетто-притоки портфельных инвестиций в СФР.

Хотя ситуация на глобальных финансовых рынках в целом остается устойчивой, риски возобновления негативных тенденций сохраняются с учетом двух факторов. Во-первых, в мире усиливаются ожидания ускорения инфляции, в том числе на фоне сохранения стимулирующей бюджетной политики в США и других странах. Это привело к существенному росту доходностей казначейских облигаций в США с начала 2021 г. и, как следствие, росту ставок в других странах. В СФР возобновился рост премий за риск. Во-вторых, возросла неопределенность из-за того, что с конца марта снова наметился рост числа заражений, в ряде стран были продлены ограничительные меры (в Европе, в отдельных странах Азии). В случае усиления пандемии, например при распространении новых штаммов, против которых используемые вакцины менее эффективны, возможно ухудшение перспектив глобального роста. При этом уязвимости в глобальной финансовой системе продолжают накапливаться, что может усилить нестабильность на рынках в периоды стресса.

Ключевой уязвимостью многих стран является увеличение числа так называемых «зомби-компаний» в корпоративном секторе на фоне значительных мер поддержки в период пандемии. Реализация рисков неплатежеспособности предприятий, серьезные потери у банковского сектора на фоне низкой прибыльности (главным образом в Европе) могут нести системные риски, а также ограничивать возможности предоставления новых кредитов. Другим побочным эффектом массовых мер поддержки, прежде всего бюджетных расходов, может стать устойчивое ускорение инфляции в ведущих странах, что приведет к дальнейшему росту ставок, неопределенности относительно будущей траектории экономической политики и вызовет всплески волатильности на финансовых рынках. Кроме того, чрезмерное увеличение государственного долга может подорвать доверие участников рынка к устойчивости государственных финансов, что будет чревато ростом суверенных кредитных рисков. Дополнительным фактором нестабильности может являться дальнейший отрыв цен финансовых инструментов от фундаментальных показателей на фоне сохранения мягких финансовых условий. Фондовые

индексы находятся на максимумах, в США и ряде других стран наблюдается весьма значительный (и ускоряющийся) рост цен на жилую недвижимость. Структурные дисбалансы в отдельных странах, а также геополитические риски могут усилить волатильность на локальных рынках и привести к оттоку капитала из СФР в целом.

Эпизоды роста волатильности на внешних рынках в отчетный период, а также обострение санкционных рисков в апреле 2021 г. (объявление санкций США в отношении покупки рублевого государственного долга Российской Федерации на первичном рынке с 14 июня) не повлияли на стабильность функционирования российского финансового рынка. Хотя неопределенность в отношении внешних вызовов сохраняется, стабильная макроэкономическая ситуация и наличие запаса прочности финансового сектора будут содействовать сохранению устойчивости российской экономики. Банк России готов при необходимости задействовать свой инструментарий поддержания финансовой стабильности.

## 2. Финансовый и реальный секторы в условиях COVID-19

### **Финансовое положение компаний и корпоративные кредитные риски**

Пандемия оказала негативное влияние на финансовое положение многих компаний: и крупные компании, и МСП столкнулись в 2020 г. с сокращением доходов и ростом задолженности (из-за возросшего спроса на кредиты и валютной переоценки), что привело к увеличению их долговой нагрузки. Долговая нагрузка крупнейших публичных компаний<sup>1</sup> (оцениваемая по показателю «Чистый долг/ЕБИТДА»), на которые в конце IV квартала 2020 г. приходилось 45% всего долга нефинансового сектора, по итогам 2020 г. выросла до 2,9х. Данная динамика является временной и связана в большей степени с падением прибыли, нежели с ростом долга (большая часть которого приходится на переоценку валютных обязательств). На фоне восстановления экономики и прибыли компаний в I квартале 2021 г. ожидается улучшение показателей долговой нагрузки.

Падение мировых цен на нефть и вынужденное сокращение добычи нефти в рамках новой сделки ОПЕК+ оказали негативное влияние на финансовое положение нефтегазовых компаний. Однако их долговые метрики все же остались на приемлемых уровнях, и можно ожидать дальнейшего улучшения на фоне возврата цен на нефть к уровню до пандемии и смягчения ограничений в рамках ОПЕК+. Значительный рост цен ряда товаров черной и цветной металлургии<sup>2</sup> во второй половине 2020 – начале 2021 г. в условиях восстановления спроса в Китае оказывает положительное влияние на финансовое состояние компаний металлургической отрасли.

При отсутствии в России массовых карантинных ограничений в IV квартале 2020 – I квартале 2021 г. ситуация в сфере коммерческой недвижимости развивается по умеренному сценарию относительно того, что можно было ожидать в начале пандемии. В Москве уровень вакантности торговых площадей вырос до 11%, что существенно меньше, чем во время кризиса 2014–2015 годов. Сегмент офисной недвижимости пока был затронут в меньшей степени, но его долгосрочное развитие будет сдерживать перевод части сотрудников на удаленную работу.

В III и IV кварталах 2020 г. оборот малых предприятий (без микропредприятий) был меньше на 9,6 и 10,8%, чем в аналогичные периоды 2019 г., а оборот предприятий в таких сферах, как туризм, гостиничный бизнес и общественное питание, снизился на 32 и 30,1% по сравнению с соответствующими кварталами предыдущего года.

На фоне усугубления эпидемической ситуации в мире осенью 2020 г. медленнее, чем ожидалось, восстанавливалась российская авиаотрасль, которой пандемия нанесла беспрецедент-

<sup>1</sup> Порядка 90 крупнейших публичных российских компаний.

<sup>2</sup> Алюминий – на 69%, никель – на 46%, цинк – на 49%, палладий – на 57% (г/г за 12 месяцев (на середину мая) по данным Bloomberg).

дентный удар: объем пассажирских авиаперевозок в 2020 г. снизился на 54% г/г. В условиях избытка парка и роста долговой нагрузки финансовая устойчивость авиакомпаний во многом будет определяться объемом государственной поддержки, а основным фактором поддержки отрасли будет переключение туризма на внутренний рынок.

В целом для большинства отраслей рост долговой нагрузки будет иметь временный характер, и в дальнейшем можно ожидать улучшения финансовых показателей компаний по мере восстановления российской экономики. Это подтверждает заметное сокращение спроса компаний на реструктуризацию кредитов: число обращений за реструктуризацией задолженности снизилось с более 85 тыс. в II–III кварталах 2020 г. до 8 тыс. в IV квартале 2020 – I квартале 2021 года<sup>3</sup>. Действия банков в 2020 г. по реструктуризации задолженности столкнувшимся с трудностями компаниям в совокупности с регуляторными мерами Банка России позволили отложить рост «плохих» долгов (доля ссуд IV и V категорий качества в корпоративном портфеле за IV квартал 2020 – I квартал 2021 г. снизилась на 1,0 п.п., до 9,7%).

Завершение большей части мер государственной поддержки кредитования, на которые в 2020 г. было выделено более 2 трлн руб., включая 1,4 трлн руб. субъектам МСП, не привело к замедлению кредитной активности, так как компенсировалось мягкими денежно-кредитными условиями. Прирост корпоративного кредитного портфеля составил 9,1% г/г на 1 апреля 2021 года.

Снижение ключевой ставки Банка России в 2019–2020 гг. стимулировало банки перейти к кредитованию корпоративного сектора в рублях с плавающими ставками; доля таких кредитов на 1 апреля 2021 г. составила 37,5%. Большая их часть предоставлена заемщикам с хорошим финансовым положением, и рост ключевой ставки по мере возвращения к нейтральной денежно-кредитной политике не приведет к ухудшению их кредитоспособности.

### **Долговая нагрузка населения и риски розничного кредитования**

В условиях пандемии рост задолженности физических лиц по кредитам не сопровождался соответствующим ростом доходов населения, что привело к увеличению коэффициента обслуживания долга<sup>4</sup> до 11,9% на 1 апреля 2021 года. Несмотря на высокие темпы роста ипотечного кредитования (23% в годовом выражении на 1 апреля 2021 г.), вклад ипотеки в увеличение долговой нагрузки был компенсирован снижением ставок по кредитам в среднем до 7,3% годовых. Основной вклад в увеличение долговой нагрузки внесли необеспеченные потребительские кредиты. В условиях динамичного восстановления экономики рост задолженности по потребительским кредитам в I квартале 2021 г. соответствовал темпу роста более 15% в годовом выражении.

Качество кредитного портфеля пока также превосходит ожидания, имевшие место в начале пандемии. По 75% реструктурированных потребительских кредитов срок реструктуризации завершился к 1 января 2021 года. С учетом кредитного качества ссуд, вышедших из реструктуризации в 2020 г., можно ожидать, что в 2021 г. объем потерь по реструктурированным потребительским кредитам не превысит 70–90 млрд руб., а на всем жизненном цикле – 110 млрд рублей. В связи с прекращением послаблений по резервам с 1 июля 2021 г. Банк России распустил часть накопленного банками макропруденциального буфера по необеспеченным потребительским кредитам на сумму 124 млрд рублей. Одновременно на фоне ускоренного роста потребительского кредитования и увеличения долговой нагрузки граждан Банк России повысил макропруденциальные надбавки по новым потребительским кредитам до значений, действовавших до пандемии. Повышение надбавок будет способствовать снижению стимулов банков к расширению кредитования за счет предоставления кредитов заемщикам

<sup>3</sup> По данным мониторинга Банка России.

<sup>4</sup> Коэффициент обслуживания долга – отношение платежей по кредитам к совокупной величине располагаемых денежных доходов населения.



с высоким показателем долговой нагрузки, а также позволит постепенно восстановить величину буфера и обеспечить устойчивость банков к потенциальным стрессовым сценариям.

### **Оценка устойчивости банковского сектора**

В условиях пандемии банковский сектор оставался устойчивым к внешним шокам. Кредитные организации к началу пандемии сформировали достаточные буферы капитала и ликвидности, что наряду с антикризисными мерами Банка России позволило им оказать поддержку гражданам и бизнесу за счет реструктуризации кредитов и продолжать кредитование экономики.

Сохранению устойчивости будет способствовать существенная прибыль кредитных организаций. Чистая прибыль банковского сектора по итогам 2020 г. составила около 1,6 трлн руб., что на 6,3% ниже значения 2019 года. Несмотря на сложности кризисного периода, ключевые показатели эффективности банковского сектора оставались на достаточно высоком уровне. По состоянию на 1 апреля 2021 г. рентабельность активов составила 1,6%, рентабельность балансового капитала – 15,8%. Однако с исключением результата отдельных крупных банков и тех банков, у которых были существенные разовые расходы, прибыль сектора в 2020 г. сократилась почти на треть, что, по оценке Банка России, в большей степени отражает ситуацию. Тем не менее это достаточно высокий результат с учетом сложившихся макроэкономических условий, что дает банкам возможность продолжать наращивать кредитование.

Динамика качества кредитного портфеля в первую очередь будет определяться качеством обслуживания реструктурированных кредитов и способностью заемщиков из пострадавших от пандемии отраслей восстановить свое финансовое положение. По оценке Банка России, совокупные потери по реструктурированным кредитам будут растянуты во времени и по объему могут составить около 1,4 трлн руб., что ниже размера чистой прибыли за 2020 год. Таким образом, финансовый результат деятельности банковского сектора позволяет полностью покрыть вероятные потери по реструктурированным кредитам. Кроме того, банки располагают существенным накопленным запасом капитала (6,0 трлн руб.), который при необходимости может быть использован для абсорбирования указанных потерь.

Ситуация с ликвидностью в кредитных организациях является в целом сбалансированной. Инструменты Банка России позволили сгладить временные дисбалансы распределения рублевой ликвидности в конце 2020 – начале 2021 года. Для повышения стимулов системно значимых кредитных организаций (СЗКО) к управлению риском ликвидности преимущественно с помощью рыночных инструментов Банк России скорректировал параметры предоставления безотзывной кредитной линии (БКЛ)<sup>5</sup>.

### **Оценка устойчивости некредитных финансовых организаций**

В условиях пандемии финансовое положение некредитных финансовых организаций (НФО) (страховых компаний, негосударственных пенсионных фондов (НПФ) и брокерских организаций) оставалось стабильным благодаря высокому качеству их активов. По итогам 2020 г. прибыль страховщиков и брокеров осталась на уровне 2019 г., доходность пенсионных накоплений и пенсионных резервов НПФ превысила инфляцию. В анализируемый период у брокеров сохранялась тенденция быстрого увеличения количества клиентов и объема клиентских активов (за IV квартал 2020 – I квартал 2021 г. объем активов физических лиц увеличился на 27%, до 2,0 трлн руб.). На фоне роста системной значимости брокеров на финансовом рынке Банк России ускорил введение норматива достаточности капитала профессиональных участников рынка ценных бумаг, учитывающего кредитные и рыночные риски. В 2021 г. планируется также

<sup>5</sup> Для стимулирования замещения открытых БКЛ рыночными инструментами Банк России с 01.10.2021 установил докризисный размер платы (0,5%) за право пользования БКЛ, открываемыми начиная с 01.04.2021, и с 01.04.2021 вступил в действие план постепенного сокращения индивидуальных лимитов БКЛ.

введение риск-ориентированного подхода к расчету нормативного соотношения собственных средств и принятых обязательств у страховых компаний.

### 3. Уязвимости финансового сектора

#### Краткосрочные уязвимости финансового сектора

#### ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ РОССИЙСКОГО ДОЛГОВОГО РЫНКА К ПОВЕДЕНИЮ НЕРЕЗИДЕНТОВ

В прошлые периоды повышенной волатильности<sup>6</sup> поведение нерезидентов приводило к усилению амплитуды колебаний на российском долговом рынке. В последний год доля владения ОФЗ иностранными инвесторами существенно снизилась: с максимального значения на уровне 34,9% на 1 марта 2020 г. до 20,9% на 1 апреля 2021 года<sup>7</sup>. При этом в абсолютном выражении объем ОФЗ у нерезидентов за последние годы практически не менялся: с 2019 г. он в среднем равен 2,7 трлн рублей. Доходности десятилетних ОФЗ за указанный период выросли незначительно (на 56 б.п.), а в среднем по СФР рост доходности десятилетних государственных облигаций составил 73 базисных пункта. Несмотря на то что нерезиденты в этот период осуществляли нетто-продажу российских госбумаг, размещение ОФЗ на первичном рынке проходило успешно.

В апреле 2021 г. были введены санкции США на приобретение американскими инвесторами ОФЗ на первичном рынке, которые начнут действовать с июня 2021 года. Влияние санкций на рынок государственных заимствований было ограниченным, так как они были частично учтены в кривой доходности и не были неожиданными. Устойчивость рынка ОФЗ обусловлена низким уровнем государственного долга и низким структурным бюджетным дефицитом России. За 2020 г. отношение государственного долга к ВВП выросло на 4,8 п.п. и на конец года составило 17,1%<sup>8</sup> (а включая региональный долг, рост составил 5,7 п.п., до 20,4% на конец 2020 г.), но даже с учетом новых размещений оно продолжает быть наименьшим среди стран «Группы двадцати». Кроме того, рынок ОФЗ характеризуется достаточным спросом со стороны внутренних инвесторов – прежде всего кредитных организаций. На данный момент российский банковский сектор владеет ОФЗ на сумму 8,1 трлн руб.<sup>9</sup>, что составляет 7,5% от объема активов сектора. Если предположить, что до конца года банки выкупят весь плановый объем размещения Минфина России (с учетом уже выкупленной части в I квартале 2021 г.), то этот показатель возрастет всего на 1,8 п.п., до 9,3%, что также является умеренным уровнем.

#### ПРОЦЕНТНЫЕ РИСКИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА

Подверженность банковского сектора процентному риску в отчетный период в целом не изменилась, но при этом увеличилась вероятность реализации риска в силу разворота динамики ставок в сторону роста.

Основной фактор, увеличивающий подверженность банков процентному риску, – рост доли краткосрочных пассивов, прежде всего остатков средств на накопительных счетах населения, – сохранился. Основным фактором снижения подверженности процентному риску стало увеличение объемов кредитования юридических лиц по плавающим ставкам и объема облигаций с переменным купоном в активах банков. Возросла роль производных финансовых инструментов (ПФИ) в хеджировании процентного риска. Однако объем рынка ПФИ недостаточен для масштабного хеджирования процентного риска.

<sup>6</sup> Апрель и август 2018 г., март 2020 года.

<sup>7</sup> По данным официального сайта Банка России (форма отчетности 0409711).

<sup>8</sup> Доля рассчитывалась для внутреннего и внешнего государственного долга России (данные Минфина России).

<sup>9</sup> По данным формы отчетности 0409711 на 01.04.2021.

Повышение ключевой ставки Банка России окажет умеренное негативное влияние на чистый процентный доход (ЧПД) банковского сектора, поскольку рост расходов по привлеченным средствам вследствие повышения ставок будет происходить, вероятно, более высокими темпами, чем повышение доходности активов, из-за более низкой срочности пассивов банковского сектора по сравнению с активами (гэп-риск). Оценка гэп-риска банковского портфеля (по методу изменения ЧПД на горизонте одного года при повышении ставок на 200 б.п.<sup>10</sup>) на 1 апреля 2021 г. находится в диапазоне от 128 до 317 млрд руб.<sup>11</sup>, что соответствует отрицательному влиянию на ЧПД банковского сектора в размере от 3,5 до 8,8%, при этом основная часть процентного риска сосредоточена в российских СЗКО.

## **РИСКИ ЦЕНОВЫХ «ПУЗЫРЕЙ» НА РЫНКЕ ЖИЛОЙ НЕДВИЖИМОСТИ**

Программы льготного ипотечного кредитования позволили поддержать спрос на ипотеку и жилье во время острой фазы пандемии. Однако стимулирование ипотечного кредитования без соразмерного роста жилищного строительства способствовало росту цен на недвижимость. По данным Росстата на 1 апреля 2021 г., цены на первичном рынке жилья в годовом выражении выросли на 17,6%, на вторичном – на 13,6%. В отдельных регионах рост цен достиг 20–30% в условиях снижения реальных доходов населения. Это привело к тому, что доступность жилья в ипотеку для населения практически не изменилась, несмотря на существенное снижение ставок по ипотечным кредитам с начала пандемии (с 8,7 до 7,3%).

Качество ипотечного кредитного портфеля остается высоким, доля ссуд с просроченными платежами свыше 90 дней составляет 1,2%. Однако в объеме предоставляемых кредитов доля кредитов с первоначальным взносом менее 20% продолжает увеличиваться – с 32% до начала пандемии до 37% в I квартале 2021 г., преимущественно за счет кредитов, предоставленных по льготным государственным программам (с 33% до начала пандемии до 45% в I квартале 2021 г.). Риски в ипотечном сегменте могут накапливаться, если жилье приобретает гражданами в инвестиционных целях.

Для ограничения рисков банков, связанных с ослаблением стандартов кредитования и ускоренным ростом цен на жилую недвижимость, Банк России принял решение повысить макропруденциальные надбавки к коэффициентам риска по ипотечным кредитам с первоначальным взносом от 15 до 20% в зависимости от значения показателя долговой нагрузки заемщика. Новые надбавки будут применяться к кредитам, предоставленным с 1 августа 2021 года. В случае сохранения ускоренного роста цен на жилье или ухудшения стандартов кредитования Банк России рассмотрит вопрос о дальнейшем ужесточении макропруденциальной политики по ипотечным кредитам, предоставленным заемщикам с высоким значением долговой нагрузки.

## **Потенциальные уязвимости финансового сектора в среднесрочном и долгосрочном периоде**

### **РИСКИ ПЕРЕТОКА ВЛОЖЕНИЙ НАСЕЛЕНИЯ В ИНОСТРАННЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ**

Тенденция активного роста вложений российских граждан в ценные бумаги, начавшаяся в первой половине 2020 г., сохранялась на протяжении IV квартала 2020 – I квартала 2021 года. В указанный период население проявляло большой интерес к акциям нерезидентов (объем нетто-притоков составил 282 млрд руб.) и облигациям компаний-резидентов (294 млрд руб.)<sup>12</sup>.

<sup>10</sup> 200 б.п. – величина параллельного сдвига ставок в соответствии с порядком составления формы отчетности 0409127 (Указание Банка России №4927-У).

<sup>11</sup> В зависимости от применяемых модельных предположений.

<sup>12</sup> Рублевые депозиты и средства на счетах населения в отчетный период выросли на 262 млрд рублей.



Увеличение вложений в иностранные акции связано со стремительным ростом фондовых рынков ведущих стран и снижением валютных ставок.

В случае существенного усиления тенденции роста вложений населения в ценные бумаги нерезидентов нельзя исключить формирования системных рисков, но вместе с тем тенденция несет ряд преимуществ. К ним можно отнести то, что приобретение иностранных акций позволяет повысить диверсификацию инвестиционных портфелей граждан, в том числе отраслевую. Около 31% вложений в иностранные акции приходится на сектор ИТ, тогда как в портфеле российских акций преобладают вложения в нефтегазовый сектор (33%). Диверсификация позволяет добиться более устойчивых результатов от инвестиций, а также может оказать контрциклический эффект на доходы инвесторов в неблагоприятные периоды. Покупки акций иностранных эмитентов осуществляются в основном через брокерское обслуживание на Санкт-Петербургской бирже и Московской Бирже, что способствует развитию бизнеса российских брокеров и инфраструктурных организаций финансового рынка и обеспечивает прозрачность для регулятора.

В то же время постоянный рост вложений в иностранные ценные бумаги может сопровождаться увеличением валютизации сбережений граждан и иметь негативные последствия в виде усиления оттока частного капитала и ухудшения ситуации с валютной ликвидностью в российском банковском секторе.

В настоящий момент данная тенденция находится на раннем этапе развития, когда выгоды диверсификации превышают потенциальные системные риски: с начала 2020 г. доля иностранных акций в портфеле акций граждан возросла с 4 до 16%, что является умеренным уровнем. Доля валютных сбережений населения на конец I квартала 2021 г. составляла 22%<sup>13</sup>, как и в начале года. Таким образом, риски, сопутствующие увеличению вложений в ценные бумаги нерезидентов, пока умеренные и носят управляемый характер. Тем не менее Банк России считает целесообразным в качестве превентивной меры предусмотреть налоговые льготы при размещении средств на индивидуальных инвестиционных счетах (ИИС) только в ценные бумаги компаний-резидентов.

## КЛИМАТИЧЕСКИЕ РИСКИ

В последние десятилетия происходит ускоренная структурная перестройка энергопотребления – переход с прямого использования топлива на самый универсальный (или безальтернативный для многих процессов) и эффективный энергоноситель – электроэнергию, идет активная электрификация всех секторов потребления. Перспективы рынка жидких углеводородов в высокой степени будут зависеть от решений, которые будут приниматься ведущими мировыми экономикой для обеспечения баланса между доступностью энергии для потребителей и минимизацией негативных экологических последствий. В течение последнего года в мире резко возросло внимание к климатической повестке и, как следствие, к негативному влиянию компаний на окружающую среду: страны, компании и инвесторы активизируют свою деятельность по переходу к низкоуглеродной экономике, устанавливая цели по достижению углеродной нейтральности к середине XXI века. Европейский союз (ЕС) готовится ввести трансграничный углеродный налог, глобальные инвесторы перераспределяют свои портфели в пользу «зеленых» активов, отказываясь от инвестиций в уголь и постепенно ограничивая финансирование нефтегазового сектора. Реализуемые меры создают климатические переходные риски для стран с большой долей нефтегазового сектора, металлургии и других отраслей со значительным углеродным следом, поскольку они окажут прямое влияние на изменение структуры спроса на углеродоемкие товары.

С учетом высокой углеродоемкости российского нефинансового сектора глобальный тренд на переход к устойчивой экономике может существенно повлиять на его финансовое поло-

<sup>13</sup> Показатель рассчитывался как отношение суммы валютных депозитов, вложений в акции и облигации нерезидентов, в облигации резидентов, номинированных в валюте, к сумме депозитов и вложений в акции и облигации.

жение в долгосрочной перспективе. Стресс-тест влияния углеродного налога, проведенный Банком России, показывает, что большинство экспортеров после его введения сохранят приемлемое финансовое положение, и потенциальные потери банков в результате увеличения резервов будут незначительными. Однако изменение стратегий глобальных инвесторов может привести к сложностям при рефинансировании экспортерами внешнего долга, что заставит их привлекать больше средств у российских банков и на внутреннем долговом рынке. Это усилит концентрацию рисков и подверженность российского финансового сектора климатическим рискам.

Компании-экспортеры должны активнее проводить трансформацию, повышая экологичность своего производства, а финансовые организации – учитывать климатические риски в своей деятельности, в том числе при принятии решений о кредитовании, и тем самым стимулировать «озеленение» российской экономики.

## 1. РИСКИ ГЛОБАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ И МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

*Перспективы глобального экономического роста в отчетный период заметно улучшились на фоне начала массовой вакцинации населения от COVID-19 в ведущих странах. Фондовые индексы в США и СФР достигли новых максимумов за всю историю наблюдений. Повышение склонности к риску среди глобальных инвесторов способствовало увеличению притока портфельных инвестиций в СФР. Одновременно с этим благоприятные экономические перспективы на фоне больших бюджетных расходов сопровождалось усилением инфляционных ожиданий, что привело к росту доходностей облигаций в США и других странах с начала 2021 года. В случае более существенного ужесточения условий финансирования возможна коррекция на рынках. Кроме того, рост ставок повышает значимость рисков, связанных с увеличением долговой нагрузки как в государственном, так и в корпоративном секторе. В целом ситуация с пандемией пока остается неопределенной, а темпы вакцинации – неравномерными, что также создает риски коррекции на рынках.*

МВФ в январе и апреле 2021 г. повысил прогноз роста мирового ВВП в 2021 г. в общей сложности на 0,8 п.п., до 6,0%, после снижения на 3,3% в 2020 г. (табл. 1). Как ожидает МВФ, ВВП развитых стран увеличится на 5,1% (против снижения на 4,7% в 2020 г.), ВВП СФР и развивающихся стран – на 6,7% (против снижения на 2,2% в 2020 г.).

Улучшение перспектив роста мировой экономики связано с началом масштабной вакцинации населения от COVID-19 в мире и расширением мер поддержки ведущими регуляторами. В частности, в США было одобрено несколько пакетов фискальных стимулов: в декабре 2020 г. – на 900 млрд долл. США, в марте 2021 г. – на 1,9 трлн долл. США. На этом фоне в США заметно ускорился рост экономической активности как в производственном секторе, так и в сфере услуг. В Европе, несмотря на сохранение высоких показателей заболеваемости и появление

ТЕМПЫ ПРИРОСТА ВВП, ПРОГНОЗ МВФ НА АПРЕЛЬ 2021 ГОДА

Табл. 1

	2020г. (%)	Прогноз на апрель 2021 г. (%)		Разница с прогнозом на январь 2021 г. (п.п.)		Разница с прогнозом на октябрь 2020 г. (п.п.)	
		2021	2022	2021	2022	2021	2022
<b>Темпы прироста мирового ВВП</b>	<b>-3,3</b>	<b>6,0</b>	<b>4,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,2</b>
<b>Развитые страны</b>	<b>-4,7</b>	<b>5,1</b>	<b>3,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>
США	-3,5	6,4	3,5	1,3	1,0	3,3	0,6
Соединенное Королевство	-9,9	5,3	5,1	0,8	0,1	-0,6	1,9
Еврозона	-6,6	4,4	3,8	0,2	0,2	-0,8	0,7
Германия	-4,9	3,6	3,4	0,1	0,3	-0,6	0,3
Италия	-8,9	4,2	3,6	1,2	0,0	-1,0	1,0
Испания	-11,0	6,4	4,7	0,5	0,0	-0,8	0,2
Япония	-4,8	3,3	2,5	0,2	0,1	1,0	0,8
<b>СФР и развивающиеся страны</b>	<b>-2,2</b>	<b>6,7</b>	<b>5,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,1</b>
Китай	2,3	8,4	5,6	0,3	0,0	0,2	-0,2
Индия	-8,0	12,5	6,9	1,0	0,1	3,7	-1,1
Россия	-3,1	3,8	3,8	0,8	-0,1	1,0	1,5
Бразилия	-4,1	3,7	2,6	0,1	0,0	0,9	0,3
ЮАР	-7,0	3,1	2,0	0,3	0,6	0,1	0,5
Мексика	-8,2	5,0	3,0	0,7	0,5	1,5	0,7

Источник: МВФ.

новых штаммов коронавируса, вновь введенные локдауны не оказали столь серьезного влияния на деловую активность, как в период начала пандемии весной 2020 г. (табл. 2). В производственном секторе еврозоны в феврале-марте наблюдалось заметное ускорение роста деловой активности. Активность в сфере услуг еврозоны восстанавливалась более медленными темпами – показатель PMI Markit увеличился с 41,7 п. в ноябре 2020 г. до 48,8 п. в марте 2021 года. Тем не менее положение пока остается неустойчивым: некоторое ухудшение эпидемической ситуации в европейских странах, а также в Азии (Индия) в конце марта повысило риски новых локдаунов. Ряд стран продлили карантинные меры, чтобы сдержать распространение пандемии. Таким образом, процесс восстановления происходит неравномерно, безработица во многих странах остается высокой. Проблемы с доступностью вакцин в странах с низкими доходами могут привести к угрозе возникновения новых разновидностей мутирующего вируса и создать серьезную проблему для устойчивого и синхронного восстановления мировой экономики.

Улучшение перспектив глобального роста на фоне вакцинации способствовало росту оптимизма на глобальных рынках. Мировые фондовые индексы в США (S&P 500), еврозоне (Eurostoxx 600) и СФР (FTSE Emerging Markets) достигли новых рекордных значений за всю историю наблюдений (рис. 1), в отчетный период они выросли на 18, 18 и 19% соответственно. Вместе с тем рыночная стоимость акций в США стала существенно превышать фундаментальные показатели компаний. Соотношение рыночной стоимости акции к годовой прибыли, полученной на акцию (price to earnings ratio) по индексу S&P 500, заметно возросло (до 32 на конец марта) за счет технологических компаний (показатель для Tesla – 837). В таких условиях усилились опасения относительно схлопывания «пузырей» на фондовых рынках. При этом кратковременное падение стоимости некоторых акций в США на фоне ситуации «шорт-сквиз»<sup>1</sup> в конце января 2021 г. продемонстрировало возрастающую роль спекулятивных факторов.

Цены на нефть в марте 2021 г. достигли значений, наблюдавшихся до начала пандемии (стоимость марки Brent в марте достигала 70 долл. США за баррель) (рис. 2). Дополни-

ПОКАЗАТЕЛИ ДЕЛОВОЙ АКТИВНОСТИ PMI MARKIT

Табл. 2

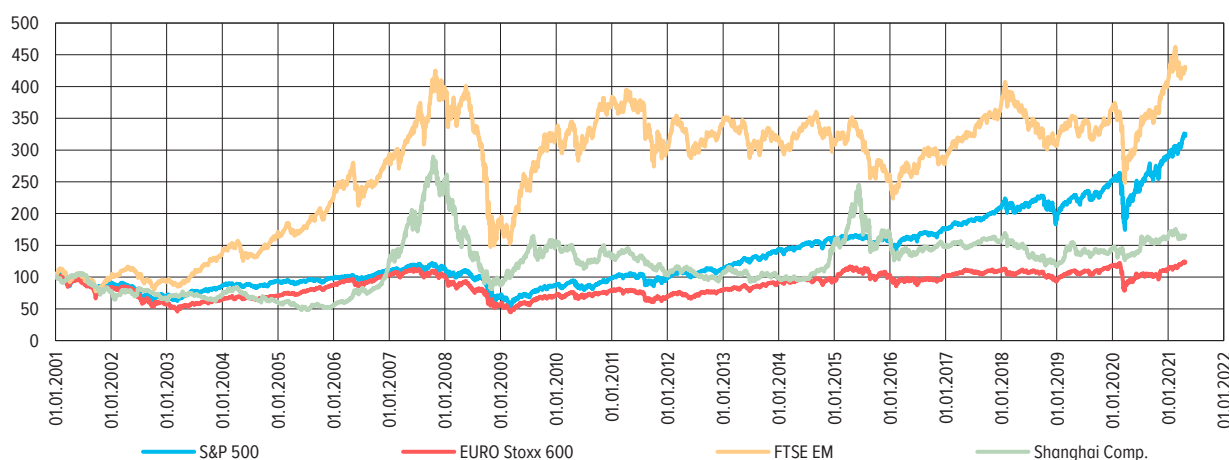
	Апрель 2020 г.	Ноябрь 2020 г.	Январь 2021 г.	Март 2021 г.	Апрель 2020 г.	Ноябрь 2020 г.	Январь 2021 г.	Март 2021 г.
	Производственный сектор				Сфера услуг			
Мир	39,6	53,8	53,6	55,0	23,7	52,2	51,6	54,7
США	36,1	56,7	59,2	59,1	26,7	58,4	58,3	60,4
Великобритания	32,6	55,6	54,1	58,9	13,4	47,6	39,5	56,3
Еврозона	33,4	53,8	54,8	62,5	12,0	41,7	45,4	49,6
Германия	34,5	57,8	57,1	66,6	16,2	46,0	46,7	51,5
Франция	31,5	49,6	51,6	59,3	10,2	38,8	47,3	48,2
Италия	31,1	51,5	55,1	59,8	10,8	39,4	44,7	48,6
Испания	30,8	49,8	49,3	56,9	7,1	39,5	41,7	48,1
Япония	41,9	49,0	49,8	52,7	21,5	47,8	46,1	48,3
Китай	49,4	54,9	51,5	50,6	44,4	57,8	52,0	54,3
Индия	27,4	56,3	57,7	55,4	5,4	53,7	52,8	54,6
Россия	31,3	46,3	50,9	51,1	12,2	48,2	52,7	55,8
Бразилия	36,0	64,0	56,5	52,8	27,4	50,9	47,0	44,1

Примечание: зеленым цветом обозначен рост деловой активности (PMI > 50), красным цветом – ее снижение (PMI < 50).  
Источник: Bloomberg.

<sup>1</sup> В январе 2021 г. произошел аномальный рост котировок акций отдельных убыточных компаний (например, Gamestop), вызванный спросом розничных инвесторов, которые объединились в социальных сетях (Reddit и ряд других платформ) против хедж-фондов, игравших на понижение акций этих компаний. В результате хедж-фонды были вынуждены массово закрывать короткие позиции по неожиданно растущим в цене акциям с целью минимизации убытков.

ДИНАМИКА ФОНДОВЫХ ИНДЕКСОВ  
(01.01.2001 = 100)

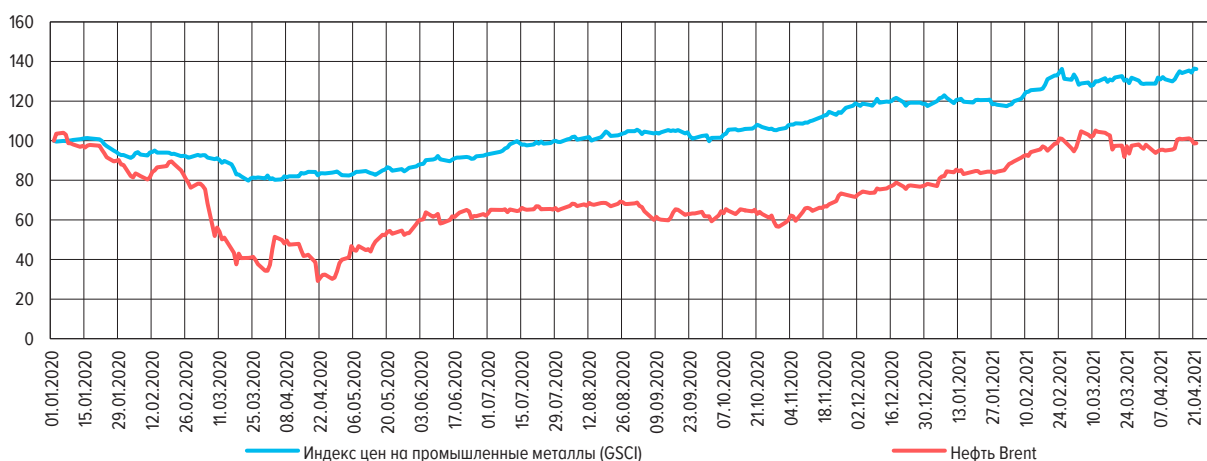
Рис. 1



Источник: Bloomberg.

ДИНАМИКА СЫРЬЕВЫХ ЦЕН  
(01.01.2020 = 100)

Рис. 2



Источник: Bloomberg.

ную поддержку нефтяным котировкам оказали более плавное смягчение требований ОПЕК+ по ограничению добычи нефти и добровольное сокращение производства нефти в Саудовской Аравии. Стоимость других категорий сырьевых товаров также выросла. Индекс промышленных металлов GSCI Industrial Metals за отчетный период увеличился на 28%, до максимального уровня с 2011 г., что в первую очередь отражает повышение спроса на металлы (железо, медь) со стороны Китая на фоне более быстрого восстановления экономики.

Вместе с тем с начала 2021 г. наблюдается изменение тренда в динамике ставок на глобальных рынках. Это связано с ростом инфляционных ожиданий в США на фоне масштабных мер поддержки (ФРС США ожидает ускорения инфляции в этом году до 2,4% в условиях постепенного восстановления экономики). В результате усиления инфляционных рисков доходности американских казначейских облигаций на срок 10 лет в январе-марте 2021 г. возросли на 83 б.п., до 1,74%, что является максимальным уровнем с января 2020 года. Более того, рынок стал ожидать более раннего перехода ФРС к повышению ключевой ставки (ближе к концу 2022 г.), даже несмотря на словесные интервенции регулятора о намерении сохранять мягкую денежно-кредитную политику в течение длительного времени. В условиях роста ставок в США наблюдается рост ставок и в других странах. В январе-марте 2021 г. доходности



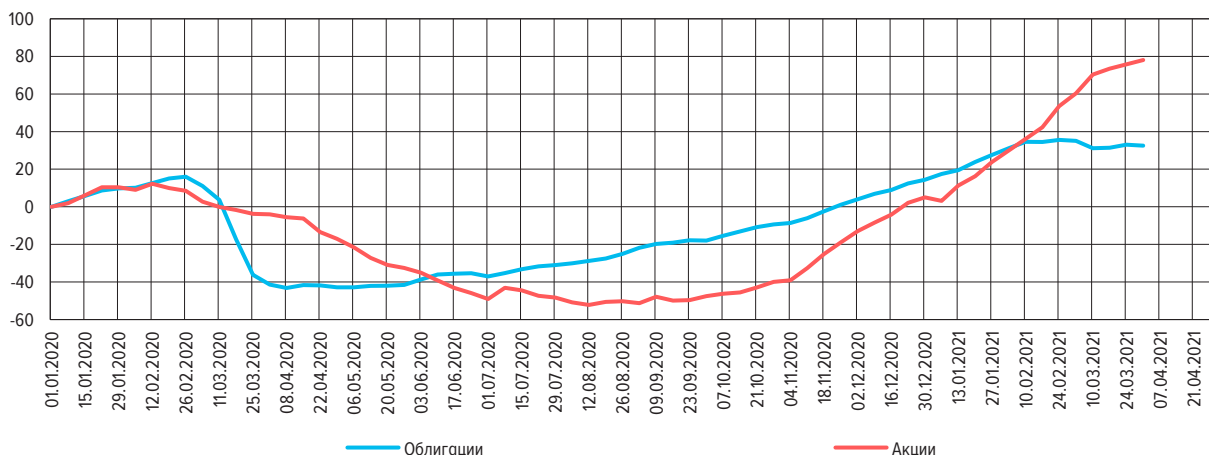
10-летних государственных облигаций в Австралии увеличились на 82 б.п., в Великобритании – на 65 б.п., в Германии – на 28 базисных пунктов. Некоторая дифференциация между развитыми странами связана с ожиданиями инвесторов в отношении денежно-кредитной политики и покупки активов центральными банками.

В СФР отмечается более существенное повышение доходностей государственных облигаций в национальной валюте (в среднем на 120 б.п. для 14 основных стран СФР за январь-март 2021 г., табл. 3). Отчасти это отражает рост ставок в ведущих странах и идиосинкратические факторы в отдельных СФР, в том числе снижение фискальной устойчивости (о структурных дисбалансах СФР см. во врезке 1). При этом в отдельных странах (Турция, Бразилия) рост стоимости заимствований существенно увеличился из-за обострения инфляционных рисков, в результате чего центральные банки этих стран были вынуждены перейти к повышению ключевой ставки.

Вместе с тем повышение риск-аппетита среди глобальных инвесторов на фоне ожиданий более благоприятных перспектив роста в мире, прежде всего в США, привело к рекордному притоку капитала на формирующиеся рынки (рис. 3). Но если чистый приток вложений инвесторов в фонды акций наблюдался на протяжении всего отчетного периода, то долговые рынки СФР в феврале-марте 2021 г. столкнулись с оттоками на фоне усиления опасений относительно устойчивости СФР в условиях роста ставок. Ухудшение восприятия рисков СФР инвесторами отразилось в ускорении роста страновых премий за риск. Значение CDS на срок 5 лет в среднем для 14 СФР увеличилось с середины февраля по конец марта на 30 б.п., до 119 б.п. (в конце января 2020 г. показатель составлял 81 б.п.). На этом фоне началось ослабление национальных валют СФР. Стоимость корзины валют СФР к доллару США (индекс JP Morgan) с середины февраля по конец марта снизилась на 4,6%. Дополнительное давление на валюты СФР оказал валютный кризис в Турции из-за неожиданной отставки главы Центрального банка Турции. Кроме того, возобновление ежедневного роста числа заражений COVID-19 в конце марта 2021 г. и продление карантинных ограничений (в Европе, Индии) усилили опасения относительно новой волны пандемии, что повлияло на рискованные настроения на глобальных рынках в целом.

На фоне ухудшения внешней конъюнктуры, а также обострения санкционных рисков произошел рост волатильности и на российском финансовом рынке, однако в сравнении с многими СФР основные рыночные индикаторы в России в январе-марте 2021 г. продемонстрировали более высокую степень устойчивости (табл. 3). В апреле 2021 г. власти США объявили о введении санкций в отношении государственного долга России (запрет американским финансовым институтам на покупку ОФЗ на первичных аукционах с 14 июня). Санкции в момент введения

ДИНАМИКА ЧИСТЫХ ВЛОЖЕНИЙ ГЛОБАЛЬНЫХ ИНВЕСТИТОРОВ В ФОНДЫ АКЦИЙ И ОБЛИГАЦИЙ СФР, НЕДЕЛЬНЫЕ ДАННЫЕ НАКОПЛЕННЫМ ИТОГОМ (МЛРД ДОЛЛ. США) Рис. 3



## ИЗМЕНЕНИЕ РЫНОЧНЫХ ИНДИКАТОРОВ В СФР В ЯНВАРЕ-МАРТЕ 2021 ГОДА

Табл. 3

Страна	Изменение показателей в январе-марте 2021 года					Значения показателей	
	Курс националь- ной валю- ты к доллару США	Фондовый индекс	Доходности 10-летних гособлигаций	Спред по суве- ренным CDS на срок 5 лет	Ранг (1 – хуже всех, 15 – лучше всех)	Доходности 10-летних гособлигаций	Спред по суве- ренным CDS на срок 5 лет
	%		б.п.			%	б.п.
Турция	-9,8	-5,8	557	163	1	18,08	468
Колумбия	-6,4	-8,4	153	45	2	6,37	133
Бразилия	-7,8	-2,0	191	80	3	8,89	222
Филиппины	-1,0	-9,8	148	8	4	4,45	45
Малайзия	-3,0	-3,3	60	7	5	3,28	45
Индонезия	-3,3	0,1	72	22	6	6,81	89
Польша	-5,5	1,9	32	-13	7	1,58	37
Мексика	-2,5	7,2	159	31	8	6,89	113
Китай	-0,4	-0,9	0	6	9	3,20	35
Венгрия	-3,8	5,4	63	0	10	2,78	64
Россия	-2,1	7,7	122	22	11	7,13	111
Индия	-0,1	3,7	28	16	12	6,18	80
Таиланд	-4,1	9,5	62	6	13	1,78	41
ЮАР	-0,5	11,9	75	37	14	9,49	239
Чили	-1,2	17,3	85	14	15	3,68	59
14 СФР без России	-3,5	1,9	120	30		5,96	119

Латинская Америка
  Европа, Ближний Восток и Африка
  Азиатско-Тихоокеанский регион

Пороги	Изменение показателей			
	Курс национальной валюты к доллару США (%)	Фондовый индекс (%)	Доходности 10-летних гособлига- ций (б.п.)	Спред по суверенным CDS на срок 5 лет (б.п.)
Минимум	-30	-10	-300	-150
	0	0	0	0
Максимум	10	10	300	150

Источники: Bloomberg, Thomson Reuters.

не оказали существенного влияния на российский финансовый рынок, так как во многом уже были учтены рынком (см. подраздел 3.1.1).

Дальнейшее развитие экономической ситуации и динамики финансовых рынков в мире будет зависеть в первую очередь от ситуации с COVID-19. Возникновение новых волн пандемии в ближайшие годы может наблюдаться в случае сохранения низкой скорости вакцинации и появления новых штаммов коронавируса, против которых вакцины могут оказаться менее эффективными.

Важную роль будет играть политика регуляторов, а именно то, насколько эффективно удастся адаптировать меры поддержки в зависимости от стадии развития пандемии и структурных особенностей экономики и будет ли достигнут баланс между краткосрочными целями поддержки реального сектора и долгосрочной устойчивостью финансового сектора (о текущем этапе реализации мер поддержки см. во врезке 2). При этом особенно важна четкая коммуникация политики центральных банков в ведущих странах, где ставки уже находятся в отрицательной области или близки к нулю. Инфляционные сюрпризы в контексте наращивания денежно-кредитной и фискальной поддержки могут вызвать резкую переоценку финансовых активов, может повыситься волатильность настроений инвесторов, что негативно отразится на финансовых условиях в СФР. Нельзя исключать, что ускорение инфляции в США приведет к необходимости более раннего ужесточения денежно-кредитной политики ФРС, а это может стать источником неожиданных всплесков волатильности.

Дополнительные риски для финансовой стабильности и распродаж на глобальных рынках могут создавать геополитические риски (конфликты на Ближнем Востоке, обострение отношений ряда стран с Китаем, введение дополнительных санкций разными странами, а также со-

циальные волнения в разных странах мира (в условиях роста безработицы, отсутствия продовольственной безопасности и бедности).

Ряд уязвимостей может усугубить ситуацию в мировой экономике и на глобальных рынках:

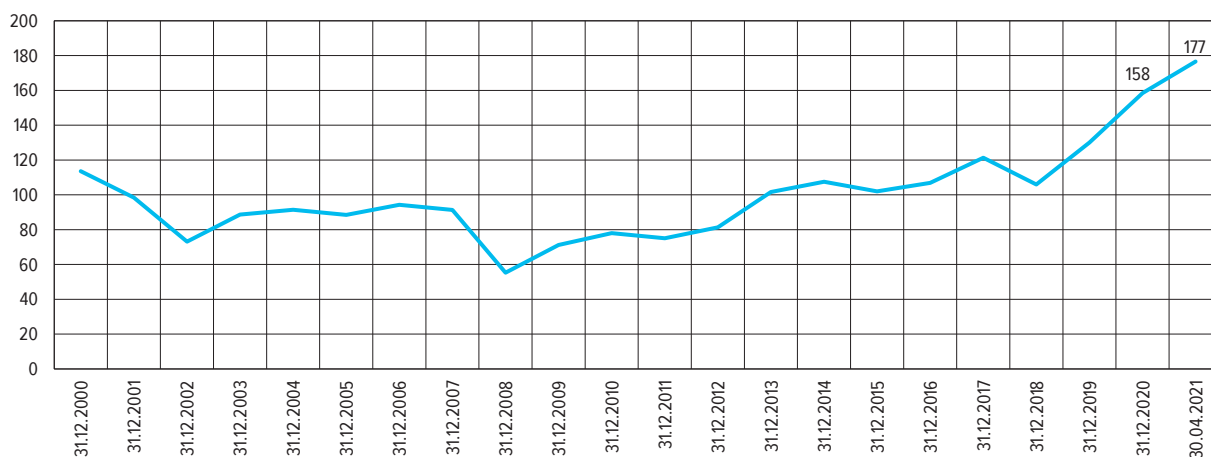
- **Проблемы в нефинансовом секторе.** Волна банкротств до сих пор оставалась ограниченной благодаря масштабным мерам поддержки, которые способствовали сохранению на рынке нежизнеспособных компаний («зомби-компаний»). Однако риски невозврата долгов из-за снижения доходов заемщиков и роста долговых обязательств, особенно у МСП, могут повыситься как в развитых, так и в развивающихся странах (в том числе по мере ослабления мер поддержки и ужесточения финансовых условий). Проблема может оказаться особенно острой для заемщиков с высоким и растущим долгом в СФР и странах с низкими доходами. Долговая нагрузка также продолжает увеличиваться в секторе домохозяйств. При этом риски домохозяйств могут быть усугублены ростом безработицы на фоне банкротств в корпоративном секторе. Реализация рисков в нефинансовом секторе может привести к тому, что банки столкнутся с серьезными потерями в портфелях по кредитам, сокращением запасов капитала и ограничением способности предоставлять новые кредиты, что будет сдерживать восстановление экономики. В России на фоне нормализации экономической активности программы поддержки постепенно сворачиваются, однако это пока не привело к снижению кредитной активности (см. подразделы 2.1 и 2.2), и потенциальные дополнительные убытки оцениваются как небольшие.
- **Дальнейшее увеличение долговой нагрузки в государственном секторе.** Уровень государственного долга заметно увеличился с начала пандемии на фоне финансовой поддержки, которую правительства оказывали экономике. По данным Банка международных расчетов (БМР), отношение госдолга к ВВП для стран «Группы двадцати» увеличилось с 89,5% в конце 2019 г. до 107,4% на 1 октября 2020 года. Многие страны продолжают наращивать фискальные стимулы, что приводит к дальнейшему увеличению размера госдолга. В условиях повышения ставок это увеличивает процентный риск на балансе государств и их подверженность рискам рефинансирования. Рост уровня госдолга также может оказать влияние на финансовую стабильность в целом. Высокие суверенные кредитные риски могут усугубить напряженность на финансовом рынке в условиях повышенной волатильности. Последствием может также стать раскручивание спирали рисков в банковском секторе при наличии значительных вложений в суверенные облигации, как это происходило во время европейского долгового кризиса в 2010–2012 годах. В России государственный долг относительно ВВП продолжает оставаться наименьшим среди стран «Группы двадцати», при этом рост показателя в 2020 г. был незначительным по сравнению с другими странами – на 4,8 п.п., до 17,1% на 1 января 2021 года.
- **Зависимость от долларového финансирования.** По данным БМР на 1 октября 2020 г., совокупный размер долларовых требований к небанковским заемщикам за пределами США (банковские кредиты и долговые обязательства) составил 12,6 трлн долл. США, из которых 3,9 трлн долл. США приходилось на СФР. Дальнейший рост стоимости долларовых заимствований может повлиять на способность заемщиков пролонгировать накопленные долларовые долги по разумной стоимости. Для СФР ситуация осложняется тем, что одновременно с ростом ставок, как правило, происходит укрепление доллара США. Последнее может быть проблематичным в первую очередь для компаний, которые имеют долларовые долги, но получают выручку в национальной валюте. Кроме того, как показал мартовский эпизод 2020 г., сохраняются риски нехватки долларовой ликвидности на глобальном рынке, что может усилить валютные риски в СФР. Ужесточение условий долларového финансирования в мире может стать еще большей проблемой, если пандемия будет развиваться разными темпами в разных странах. Асинхронные экономические циклы могут привести к еще большему увеличению разницы в процент-

ных ставках между странами и усилению проблемы неравномерного распределения ликвидности, что вызовет отток капитала с развивающихся рынков. В СФР может возникнуть необходимость более существенного повышения процентных ставок для подавления оттока капитала, что еще больше затруднит нефинансовому сектору обслуживание долгов. В России участники рынка не предъявляли дополнительного спроса на валютную ликвидность в периоды повышенной волатильности на глобальном рынке в 2020 г., дефицит валютной ликвидности не наблюдался. Кроме того, по макрофинансовым показателям внешней долговой устойчивости Россия является одной из наиболее устойчивых стран среди основных СФР (отношение совокупного внешнего долга к ВВП на 1 января 2021 г. составило 32,3%, а международные резервы полностью покрывают величину внешнего долга).

- **«Пузыри» на финансовых рынках.** Глобальные финансовые условия остаются сверхмягкими, что может содействовать еще более существенной переоценке финансовых инструментов (акций, облигаций) и их отрыву от фундаментально обоснованных показателей (рис. 4, табл. 4). В России отношение капитализации акций, входящих в индекс Московской Биржи, к ВВП является умеренным и составляет 44,5% на 1 января 2021 г., при этом наблюдается рост соотношения рыночной цены акции и годовой прибыли на акцию (с 7 в начале 2020 г. до 14 на 30 апреля 2021 г.). Отчасти такая ситуация отражает временное падение прибыли компаний на фоне пандемии и ожидания скорого восстановления. В последние месяцы также наблюдается резкий рост стоимости криптоактивов. Данные тенденции повышают подверженность мировой финансовой системы рискам корректировки цен в случае реализации тех или иных триггеров (например, обострения пандемии или резкого роста ставок). При этом все возрастающую роль на рынке финансовых активов играют розничные инвесторы, скоординированная деятельность которых с использованием платформ социальных сетей и торговых приложений может усиливать волатильность цен. В России население также демонстрирует растущий интерес к рынку ценных бумаг, но в настоящее время этот фактор не представляет угрозы для финансовой стабильности (см. подраздел 3.2.1).

ОТНОШЕНИЕ РЫНОЧНОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ АМЕРИКАНСКИХ КОМПАНИЙ (ИНДЕКС S&amp;P 500) К ВВП США

Рис. 4



Источник: Bloomberg.

## ОТНОШЕНИЕ РЫНОЧНОЙ ЦЕНЫ АКЦИЙ К БАЛАНСОВОЙ СТОИМОСТИ (PRICE-TO-BOOK RATIO) И К ГОДОВОЙ ПРИБЫЛИ НА АКЦИЮ (PRICE-TO-EARNINGS RATIO)

Табл. 4

		Price-to-Book Ratio	Price-to-Earnings Ratio
FTSE All World Index Technology USD	02.01.2020	5,1	26
	30.04.2021	6,9	34
S&P 500	02.01.2020	3,6	21
	30.04.2021	4,5	31
NYSE FANG+ (Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google)	02.01.2020	5,7	44
	30.04.2021	7,7	48
Tesla	02.01.2020	11,8	3 314 (на 31.03.2020)
	30.04.2021	29,7	684
Индекс Московской Биржи	02.01.2020	1	7
	30.04.2021	1,2	14

Источник: Bloomberg.

## Врезка 1. Усиление фискальных дисбалансов в странах с формирующимися рынками

В отчетный период продолжилось усиление фискальных дисбалансов в странах с формирующимися рынками. С началом пандемии коронавируса в 2020 г. стало происходить постепенное снижение устойчивости государственных финансов СФР в связи с расширением бюджетными властями фискальных стимулов для поддержки экономической активности и оказания помощи населению. Нарастание объема фискальной помощи приводит к увеличению расходной части государственного бюджета и более активному привлечению заимствований, в то время как доходы бюджета сокращаются на фоне снижения темпов роста экономики.

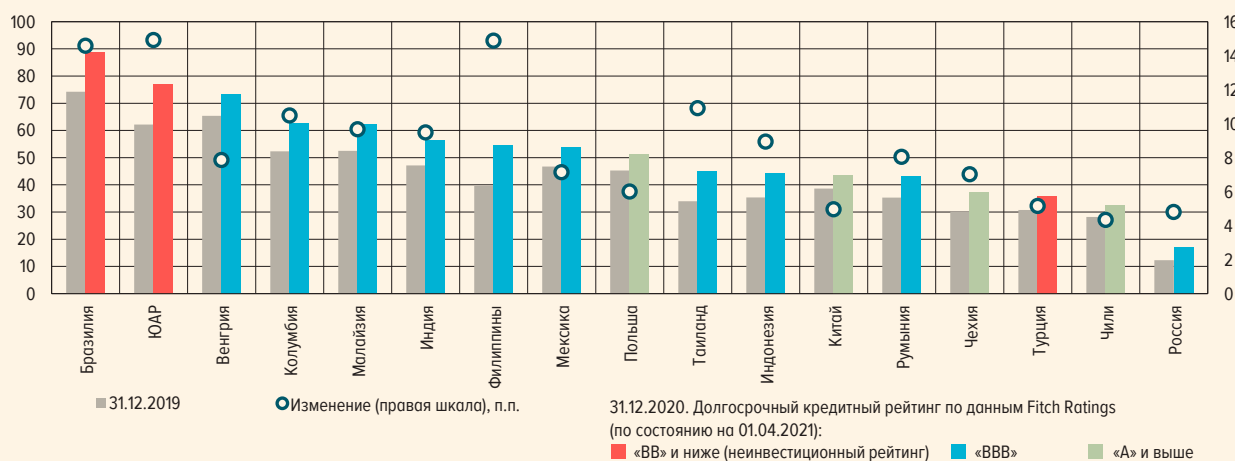
В 2020 г. увеличение размера государственного долга произошло во всех рассмотренных странах СФР, при этом наибольший прирост долга наблюдался в странах с изначально более слабыми структурными параметрами и сравнительно низким суверенным рейтингом (Бразилия и ЮАР) (рис. 5).

Анализ изменения фискальной устойчивости стран с формирующимися рынками на основе отслеживания динамики нескольких индикаторов (расширение бюджетного дефицита, изменение государственного долга и темп роста экономики) показал, что в СФР с наиболее серьезным усилением уязвимости государственных финансов наблюдалось более существенное повышение доходности государственных облигаций с начала года (табл. 5). Исключение составляет Турция, где усиление напряженности на финансовом рынке в большей мере связано с сомнениями по поводу независимости центрального банка, а не с обострением структурных проблем бюджетного сектора.

Существенное ухудшение фискальных параметров произошло в **Бразилии, Колумбии и ЮАР** (рис. 6).

## ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ (% ВВП) И ЕГО ИЗМЕНЕНИЕ В 2019 – 2020 ГГ. В СФР

Рис. 5



Примечание: по всем СФР (кроме России) приведены данные Oxford Economics.  
Источники: Bloomberg, Thomson Reuters, Минфин России, расчеты Банка России.



## ИЗМЕНЕНИЕ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ФИСКАЛЬНОЙ УСТОЙЧИВОСТИ В СФР В 2020 – 2021 ГОДАХ

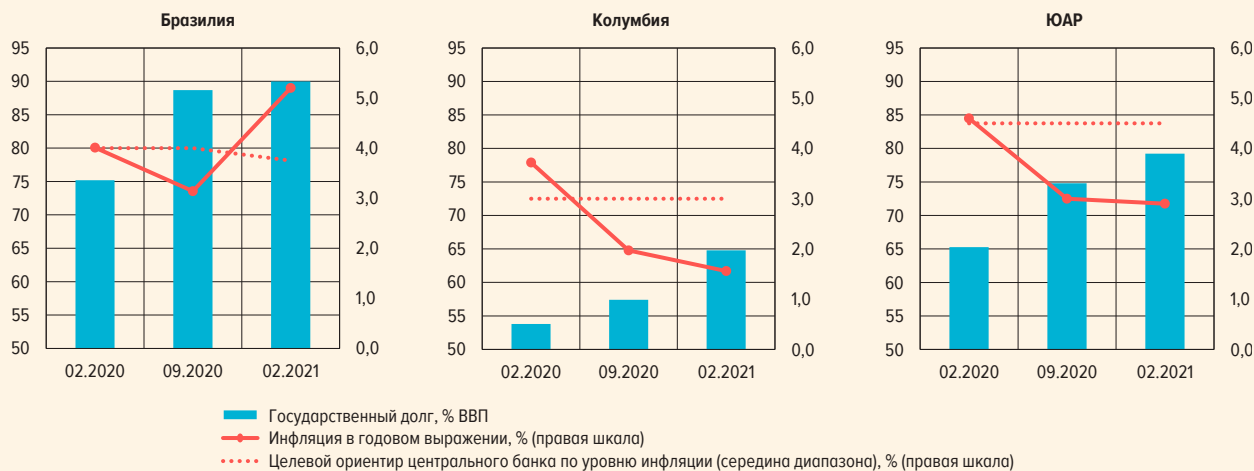
Табл. 5

Страна	Расширение бюджетного дефицита (в % от ВВП) в 2020 г., п.п.	Прирост государственного долга (в % от ВВП) в 2020 г., п.п.	Темп роста реального ВВП в 2020 г., %	Сводный ранг 1 – наилучший 17 – наилучший	Изменение доходности государственных облигаций на срок 10 лет (01.01.2021 – 31.03.2021), б.п.
ЮАР	7,0	14,9	-7,1	1	75
Бразилия	7,5	14,6	-4,4	2	191
Филиппины	3,7	14,9	-9,5	3	148
Колумбия	4,4	10,5	-6,8	4	153
Индия	4,8	9,5	-6,9	5	28
Таиланд	3,9	10,9	-6,1	6	62
Венгрия	6,5	7,9	-5,0	7	63
Чехия	6,2	7,0	-5,6	8	60
Польша	7,5	6,0	-2,7	9	32
Румыния	5,2	8,0	-3,9	10	14
Малайзия	2,8	9,7	-5,6	11	60
Мексика	2,2	7,1	-8,2	12	159
Россия	6,0	4,8	-3,0	13	112
Индонезия	3,6	8,9	-2,1	14	72
Чили	4,5	4,3	-5,8	15	85
Китай	5,0	5,0	2,3	16	0
Турция	0,6	5,1	1,6	17	557

Источники: Bloomberg, Thomson Reuters.

## ДИНАМИКА ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА И ИНФЛЯЦИИ В БРАЗИЛИИ, КОЛУМБИИ И ЮАР

Рис. 6



Источники: Bloomberg, Thomson Reuters.

**Проблема накопления избыточного долга** особенно актуальна для **Бразилии**, что связано с принятием бюджетными властями одних из самых масштабных пакетов стимулирующих мер среди крупнейших СФР (15% ВВП накопленным итогом с января 2020 г.<sup>1</sup>) в условиях низкой контролируемости развития пандемии: в конце марта 2020 г. прирост новых заражений COVID-19 за сутки составлял свыше 100 тыс. случаев, что является максимальным значением с распространения эпидемии в 2020 году. В результате с начала марта 2020 г. совокупный государственный долг вырос на 14,8 п.п. и достиг исторического максимума на уровне 90% ВВП по состоянию на 28.02.2021. Переход Центрального банка Бразилии к ужесточению денежно-кредитного регулирования в марте 2021 г. на фоне усиления инфляционных процессов<sup>2</sup> может привести к усложнению обслуживания обязательств по суверенному долгу.

Высокие темпы накопления долговой нагрузки также характерны для **ЮАР**, где с начала марта 2020 г. совокупный долг центрального правительства вырос на 14 п.п. и составил 79,2% ВВП по со-

<sup>1</sup> Fiscal monitor database of country fiscal measures in response to the COVID-19 pandemic. IMF. April 2021.

<sup>2</sup> С начала июня 2020 г. в Бразилии наблюдается постепенный рост годовой потребительской инфляции. В марте 2021 г. она достигла 6,1%, что превышает целевой ориентир Центрального банка Бразилии на уровне 3,75% с доверительным интервалом +/-1,5 процентного пункта.

стоянию на 28.02.2021. Проблема чрезмерной долговой нагрузки усугубляется в связи с продолжающимся падением экономики страны, в которой в 2020 г. произошел один из самых сильных спадов среди крупнейших СФР (снижение реального ВВП составило 7,1% по сравнению с 2019 г.).

В **Колумбии** также наблюдается постепенное увеличение заимствований со стороны государства и остро стоит **проблема расширения бюджетного дефицита**. На фоне пандемии в 2020–2021 гг. власти страны неоднократно пересматривали целевой уровень фискального дефицита в сторону повышения. В 2020 г. показатель составил 7,8% ВВП. В марте текущего года целевой уровень бюджетного дефицита в 2021 г. был вновь повышен на 1 п.п., до 8,6%, при сохранении прогноза роста экономики на уровне 5% в годовом выражении<sup>3</sup>. Постепенное снижение сбалансированности государственных финансов привело к усилению **рисков снижения суверенного кредитного рейтинга**<sup>4</sup> в отчетный период. В настоящее время изучается вопрос повышения налогов в стране. Первоначальный проект налоговой реформы, которая могла обеспечить поступление в бюджет дополнительных средств в размере 6,4 млрд долл. США (около 2% ВВП), был отозван после волны протестов. Новый проект реформы предусматривает более скромный размер бюджетных поступлений (3,6 млрд долл. США). В мае 2021 г. рейтинговое агентство S&P Global Ratings понизило долгосрочный кредитный рейтинг Колумбии до неинвестиционного уровня «BB+» в связи с обострением бюджетных проблем и ростом политических рисков.

Снижение фискальной устойчивости СФР приводит к повышению чувствительности локальных финансовых рынков к глобальным шокам и создает серьезные риски усиления волатильности на формирующихся рынках в среднесрочном периоде. СФР с уязвимыми структурными параметрами (fragile countries) могут оказаться наиболее восприимчивы к текущему повышению доходности государственных облигаций США и возможному ужесточению денежно-кредитной политики ФРС США в ближайшие годы, получившему название «taper tantrum two»<sup>5</sup>.

<sup>3</sup> Colombia's revised fiscal targets for 2021. Thomson Reuters News. 5 March 2021.

<sup>4</sup> Colombia fiscal deficit estimate above Moody's prediction, agency says. Thomson Reuters News. 11 March 2021.

<sup>5</sup> Fragile frontier markets most exposed to «Taper Tantrum Two» risk. Fitch Ratings. 17 March 2021.

## Врезка 2. Меры поддержки зарубежных регуляторов в период пандемии COVID-19: курс на балансирование рисков

В начале пандемии все страны столкнулись с аналогичными проблемами, реализовали схожий набор мер в бюджетной сфере, перешли к стимулирующей денежно-кредитной политике, смягчили макропруденциальные требования и ввели регуляторные послабления (см. [Обзор финансовой стабильности за II–III кварталы 2020 г.](#)).

Спустя год ситуация заметно изменилась: страны находятся на разных этапах пандемии и экономического цикла, обладают различными возможностями по оказанию поддержки, в связи с чем их подходы к сворачиванию мер неодинаковые. Затяжной характер пандемии ставит регуляторов перед важным выбором: продлить меры для поддержки экономики или же приступить к их сворачиванию, с тем чтобы препятствовать заниженной оценке кредитных рисков, чрезмерному росту долговой нагрузки, появлению «зомби-компаний». В ряде стран, с учетом тяжелой эпидемической ситуации, некоторые меры продлеваются, так как высоки краткосрочные риски их преждевременного прекращения. В других странах регуляторы постепенно сворачивают меры.

Меры, направленные **на предоставление ликвидности финансовым организациям**, продлевались только в случае необходимости: несколько таких программ были продлены в США до 31 марта<sup>1</sup> и уже завершили свое действие. Кроме того, в декабре Европейский центральный банк (ЕЦБ) объявил о введении дополнительных операций по предоставлению долгосрочного финансирования PELTRO<sup>2</sup> и TLTRO III<sup>3</sup>. Индия продлила до 30 сентября 2021 г. таргетированную программу долгосрочных операций репо для предоставления финансирования строительным, жилищным и микрофинансовым компаниям. В то же время Китай, Швейцария и Турция свернули дополнительные **инструмен-**

<sup>1</sup> Commercial Paper Funding Facility (CPFF), Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF), Primary Dealer Credit Facility (PDCF) и Paycheck Protection Program Liquidity Facility (PPPLF).

<sup>2</sup> Pandemic emergency longer-term refinancing operations.

<sup>3</sup> Targeted longer-term refinancing operations.

**ты предоставления ликвидности** банкам, а Канада сократила срок дополнительной программы предоставления ликвидности с 90 до 30 дней. Некоторые **программы покупки активов** были завершены к отчетному периоду (Канада, Индия), однако другие были продлены или расширены (Австралия, Швеция).

Что касается программ **финансирования для малых и средних предприятий**, то Гонконг расширил **программу по предоставлению гарантий по кредитам МСП** (SME Financing Guarantee Scheme). В Республике Корея продолжает действовать сниженная ставка по программе рефинансирования кредитов МСП, в рамках которой банкам выделяются средства в зависимости от объемов их кредитования малых и средних предприятий. В США программа по предоставлению ликвидности банкам для кредитования МСП (Paycheck Protection Program Liquidity Facility, PPPLF) продлится до 30 июня 2021 года. При этом ряд стран уже завершили действие льготных программ по предоставлению ликвидности – среди них Китай, Швейцария, Турция.

Хотя меры, направленные на предоставление **кредитных каникул**, в основном имели фиксированную длительность, продолжение пандемии вынудило ряд стран продлить их действие (ЕС, Великобритания, Турция, Израиль, Гонконг и некоторые другие страны). Тем не менее кредитные каникулы, как правило, не продлевались бессрочно, срок их действия истекает в течение 2021 года. Многие страны уже отменили различные формы кредитных каникул (Аргентина, Саудовская Аравия, Германия). Постепенное сворачивание мер осуществляется посредством сужения их охвата. Так, Италия продлила кредитные каникулы до марта 2021 г., но они распространялись только на компании из туристического сектора. При этом Испания продлила до 31 декабря 2021 г. действие **моратория на банкротство** заемщика.

В рассматриваемый период ряд стран расширили программы предоставления **государственных гарантий** (Испания, Ирландия, Италия, Турция). Одна страна отказалась от продления данной меры (Швейцария). Большинство стран, где действуют такие программы, не установили окончательной даты их завершения, стараясь избежать «эффектов обрыва» в 2021 году.

Некоторые страны сохранили более мягкие **требования к ряду нормативов** – например, Израиль снизил требования к минимальному значению показателя левереджа с целью стимулирования кредитования. При этом в Швейцарии и США в отчетный период, напротив, были отменены послабления, согласно которым определенные вложения в инструменты центральных банков<sup>4</sup> (в том числе наличные деньги) исключались из расчета коэффициента левереджа.

В то время как в некоторых государствах пока продлеваются ограничения на **выплаты дивидендов** (Индия, Республика Корея, Мексика), ряд стран постепенно смягчили данные требования (Великобритания<sup>5</sup>, ЕС<sup>6</sup>), другие полностью их отменили (Австралия, Швейцария, Нидерланды). При принятии решений регуляторы в том числе полагаются на результаты стресс-тестирования достаточности капитала и оценку уязвимостей.

Большинство принятых мер по увеличению сроков предоставления **регуляторной отчетности** финансовыми институтами не были продлены и истекли в 2020 году. Аналогичные решения были приняты по мерам, направленным на **снижение операционной нагрузки** (перенос сроков внедрения новых регулятивных норм и стандартов, упрощение стресс-тестов и т.д.). Например, Великобритания планирует возобновить стресс-тестирование страхового сектора в 2021 году.

Одновременно с этим некоторые страны, опасаясь накопления рисков в различных сегментах кредитного рынка, перешли к **ужесточению макропруденциальных требований**, возвращая их к докризисному уровню. Например, Резервный банк Новой Зеландии, с целью предотвращения перегрева ипотечного рынка, с 1 марта 2021 г. восстановил отмененные в апреле 2020 г. ограничения по показателю соотношения размера кредита и стоимости приобретаемого жилья (loan-to-value ratio, LVR или LTV). Кроме того, с 1 мая в этой стране вступило в силу ужесточение требований к LTV для заемщиков, приобретающих недвижимость в инвестиционных целях. Как отмечает МВФ<sup>7</sup>, применение мер макропруденциальной политики, направленных на снижение образующихся в результате применения мер поддержки уязвимостей, приобретает в текущих условиях первостепенное значение.

<sup>4</sup> В США данное послабление также исключало из расчета коэффициента левереджа казначейские ценные бумаги.

<sup>5</sup> Объем распределяемой в виде дивидендов прибыли за 2020 г. не должен превышать 20 б.п., взвешенных по риску активов на конец 2020 г., либо 25% от совокупной прибыли за предыдущие восемь кварталов (2019–2020 гг.) за вычетом осуществленных дивидендных выплат и обратных выкупов акций.

<sup>6</sup> Объем распределяемой прибыли не должен превышать 15% совокупной прибыли за 2019–2020 гг. и 20 б.п. от капитала первого уровня (CET1).

<sup>7</sup> [Global Financial Stability Report, April 2021.](#)

## 2. ФИНАНСОВЫЙ И РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОРЫ В УСЛОВИЯХ COVID-19

### 2.1. Финансовое положение компаний и корпоративные кредитные риски

*Во время пандемии банки активно реструктурировали кредиты компаниям, столкнувшимся с ухудшением финансового положения. Качество кредитного портфеля будет определяться способностью таких компаний восстановить свое положение. Постепенная нормализация экономической активности приводит к снижению спроса компаний на реструктуризацию кредитов и восстановлению качества обслуживания долга. Согласно проведенному анализу, потери по реструктурированным кредитам могут составить около 1 трлн руб., но будут растянуты во времени. Завершение мер государственной поддержки кредитования не привело к замедлению кредитной активности, поскольку компенсировалось мягкой денежно-кредитной политикой. Постепенная нормализация денежно-кредитных условий не несет рисков для обслуживания кредитов с плавающими ставками, так как их подавляющая часть была предоставлена заемщикам с хорошим финансовым положением.*

#### **Динамика кредитования**

По мере снятия ограничений для бизнеса и выхода экономики из кризиса, вызванного пандемией, происходит восстановление операционной деятельности предприятий. Помочь бизнесу справиться с разрушительным воздействием пандемии на производственные цепочки, снижением спроса на продукты и услуги позволили государственные программы поддержки кредитования юридических лиц, регуляторные послабления Банка России для кредитных организаций, а также банковские программы реструктуризации задолженности.

Рост спроса на кредиты в рублях в начале пандемии, ставший отличительной особенностью данного периода по сравнению с кризисом 2014–2015 гг., продолжился и в IV квартале 2020 – I квартале 2021 года. За 12 месяцев (с 1 апреля 2020 г.) прирост кредитного портфеля составил 10,3% в рублях и 5,5% в иностранной валюте<sup>1</sup>.

Спрос на кредиты в иностранной валюте наблюдался только в отдельные месяцы с начала пандемии. Такие кредиты привлекали в июле и декабре 2020 г. компании-экспортеры из нефтегазовой, горнодобывающей и химической отраслей, большая часть выручки которых номинирована в иностранной валюте. За I квартал 2021 г. задолженность по кредитам в иностранной валюте снизилась на 3,3%.

В наиболее пострадавшем от пандемии сегменте – МСП – задолженность по кредитам также продолжает расти – прирост за последние 12 месяцев (с 1 апреля 2020 г.) составил 24,6%<sup>2</sup>. Подавляющий объем выдач осуществляется банками в рамках государственных программ субсидирования процентной ставки по кредиту либо при гарантии и поручительстве Корпорации МСП. Постепенно восстанавливается платежеспособность субъектов МСП, в том числе благодаря действию государственных программ поддержки в виде кредитов предприятиям на выплату заработной платы под 0% и на неотложные нужды под 2%<sup>3</sup> (с апреля до декабря 2020 г. субъектам МСП по ним выделено 374 млрд руб., из них 51 млрд руб. – в IV квартале

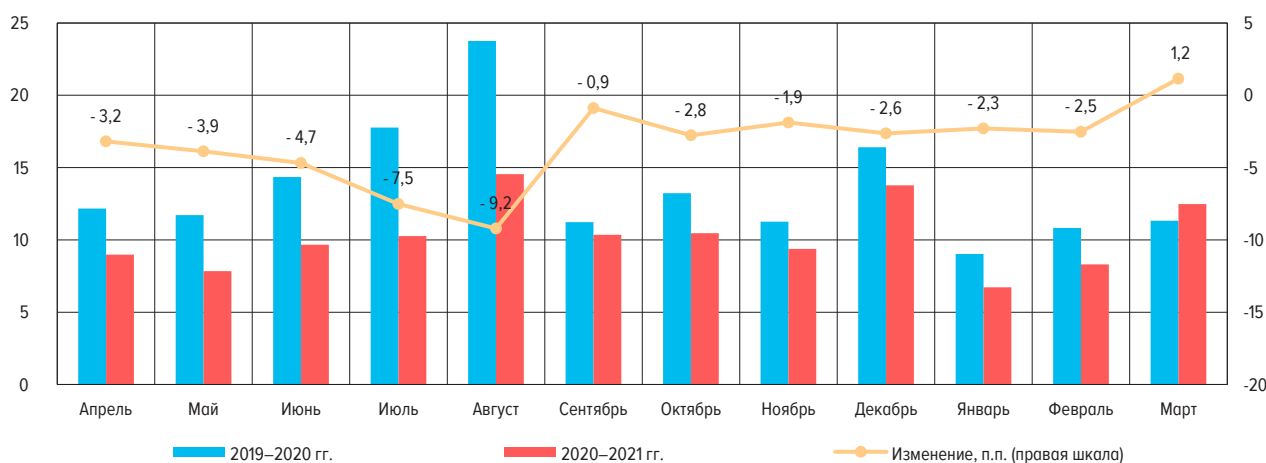
<sup>1</sup> По данным формы отчетности 0409101.

<sup>2</sup> По данным формы отчетности 0409303 (с устранением фактора валютной переоценки).

<sup>3</sup> Постановления Правительства Российской Федерации № 422 от 02.04.2020 и № 696 от 16.05.2020 соответственно.

## ЕЖЕМЕСЯЧНАЯ АМОТИЗАЦИЯ КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ МСП (%)

Рис. 7



Источник: данные формы отчетности 0409303.

2020 г.). На восстановление платежеспособности указывает нормализация скорости амортизации портфеля кредитов МСП до уровней 2019 г. (рис. 7).

Всего по государственным программам поддержки кредитования предприятий<sup>4</sup> было предоставлено более 2 трлн руб., в том числе 1,4 трлн руб. – субъектам МСП. В марте 2021 г. принята новая государственная годовая программа «ФОТ 3.0»<sup>5</sup> для поддержки предприятий из наиболее пострадавших отраслей. Она доступна тем компаниям, которые в прошлом году брали льготные кредиты под 2% годовых и попали в новый перечень пострадавших отраслей<sup>6</sup>. Программа предполагает выделение из резервного фонда Правительства Российской Федерации 7,8 млрд руб. в 2021 г. на предоставление кредитов до 170 млрд рублей. Выделенные средства пойдут на возмещение банкам разницы между льготной и рыночной процентными ставками, а также на погашение задолженности заемщика в течение шести месяцев с момента выдачи кредита, когда заемщик может не осуществлять выплаты.

Дополнительную поддержку корпоративному кредитованию оказали низкие процентные ставки. Благодаря мягкой денежно-кредитной политике средневзвешенная ставка по долгосрочным кредитам нефинансовым компаниям<sup>7</sup> достигла минимума 6,58% в ноябре 2020 г., сократившись с 8,20% в марте 2020 года. Средневзвешенные ставки по кредитам МСП также снижались, минимум был достигнут в январе 2021 г.: 7,49% (в марте 2020 г.: 9,23%).

### Качество корпоративного кредитного портфеля

С целью преодоления негативного воздействия пандемии на финансовое положение компаний Банк России рекомендовал банкам реструктурировать кредиты, предоставив по ним регуляторные послабления. После активно проводимой банками реструктуризации корпоративной задолженности весной и летом 2020 г. объемы реструктуризации снизились к кон-

<sup>4</sup> «Кредиты на зарплату под 0%» (постановление Правительства Российской Федерации от 02.04.20 № 422), «Кредиты под конечную ставку 2%» (постановление Правительства Российской Федерации от 16.05.2020 № 696), «Кредиты на пополнение оборотных средств для системообразующих организаций» (постановление Правительства Российской Федерации от 24.04.2020 № 582), «Программа субсидирования по ставке «ключевая ставка Банка России + 2,75%» (постановление Правительства Российской Федерации от 30.12.2018 № 1764).

<sup>5</sup> Постановление Правительства Российской Федерации от 27.02.2021 № 279.

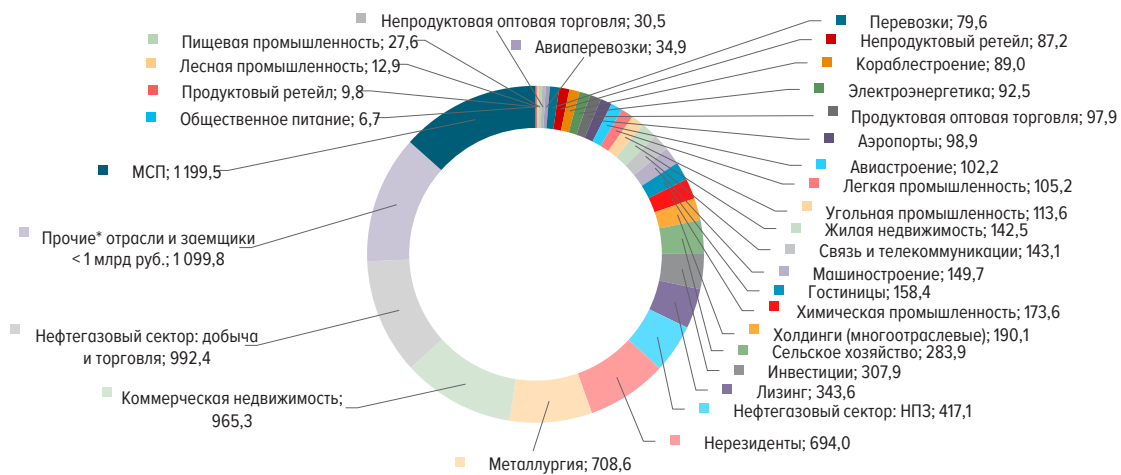
<sup>6</sup> Кредит выдается заемщику в период с 9 марта по 1 июля сроком на 1 год под ставку 3% годовых для покрытия любых документально подтвержденных расходов, в том числе на выплату заработной платы и погашение кредитов. Первые шесть месяцев заемщик не платит ни основной долг, ни проценты. В дальнейшем эти начисления требуется погашать ежемесячно равными долями.

<sup>7</sup> Ставки по кредитам в рублях, предоставленным нефинансовым организациям на срок более 1 года.



## СТРУКТУРА РЕСТРУКТУРИРОВАННОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ ПО КРЕДИТАМ ПРЕДПРИЯТИЙ (%)

Рис. 8



\* Под «прочими» понимаются кредиты заемщикам прочих отраслей величиной менее 1 млрд рублей.

Источник: данные формы отчетности 0409303.

цу года, как и количество обращений со стороны заемщиков. С начала пандемии на 1 апреля 2021 г. было реструктурировано<sup>8</sup> 15,6% задолженности по кредитам крупных компаний и 15,4% по кредитам МСП. Совокупный объем реструктурированных кредитов компаниям составляет 6,5 трлн руб. на 1 апреля 2021 г.<sup>9</sup>, в том числе 907,1 млрд руб. задолженности малых и средних предприятий. Наибольший объем реструктуризаций приходится на малый и средний бизнес, а также на крупные компании из отраслей: добыча нефти и газа, включая производство нефтепродуктов, и торговля углеводородами, металлургическое производство, коммерческая недвижимость, лизинг и сельское хозяйство (рис. 8).

По реструктурированным кредитам крупных компаний, по которым банки использовали регуляторные послабления, к 1 апреля 2021 г. сформированы резервы на возможные потери на основе текущей оценки банками кредитоспособности заемщиков и качества обслуживания ссуд. В дальнейшем может потребоваться дополнительное дорезервирование в связи с постепенным вызреванием проблем после окончания реструктуризации. Однако по мере улучшения эпидемической обстановки в стране и быстрого восстановления экономической активности дальнейшее продление регуляторных послаблений нецелесообразно, так как оно оказало бы искажающее воздействие на оценку рисков банками и инвесторами.

Действия банков по реструктуризации задолженности компаниям, столкнувшимся с финансовыми трудностями, а также регуляторные меры Банка России позволили отложить рост «плохих» долгов. Так, доля ссуд IV–V категорий качества в корпоративном портфеле за IV квартал 2020 – I квартал 2021 г. снизилась на 1,0 п.п., до 9,7%. Для сравнения: за аналогичный период 2015–2016 гг. увеличение доли «плохих» ссуд составило 1,2 п.п. (до 10,1%). По кредитам субъектам МСП доля ссуд IV–V категорий качества снизилась более заметно: на 1,1 п.п., до 13,5%, в то время как за аналогичный период 2015–2016 гг. увеличение доли «плохих» ссуд составило 2,9 п.п. (до 18,1%)<sup>10</sup>.

В дальнейшем динамика качества кредитного портфеля будет в первую очередь определяться качеством обслуживания реструктурированных кредитов и способностью заемщиков из пострадавших от пандемии отраслей восстановить свое финансовое положение. По результатам анализа сценария выхода в дефолт крупных заемщиков с высоким риском финансовых трудностей и субъектов МСП, реструктурировавших свою задолженность в период панде-

<sup>8</sup> По данным мониторинга Банка России.

<sup>9</sup> По данным мониторинга Банка России.

<sup>10</sup> По данным формы отчетности 0409115.

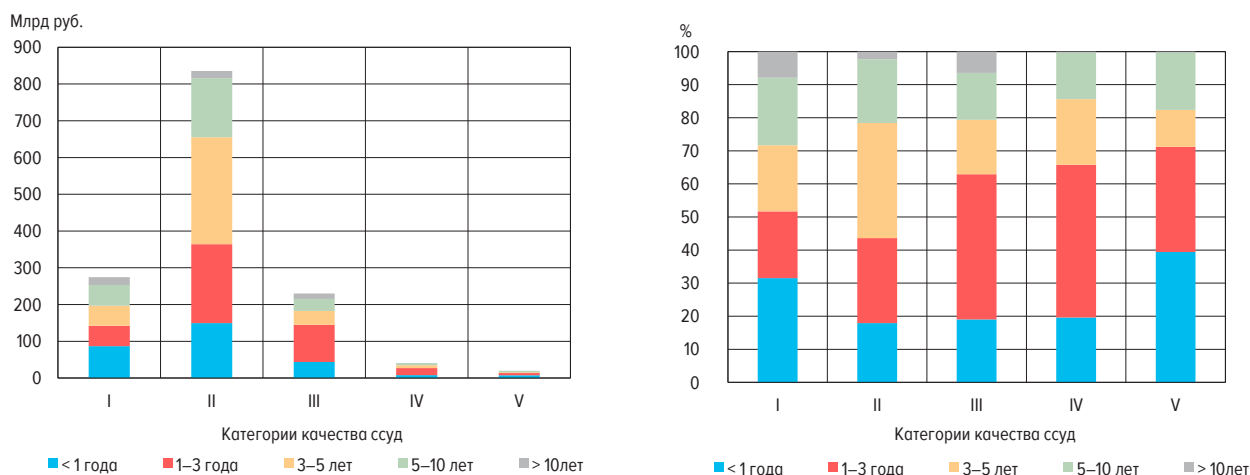
мии, потери по ссудам могут привести к необходимости доформирования банками резервов на возможные потери по ссудам (РВПС) в размере около 1 трлн рублей. Однако примененный сценарий является довольно консервативным. Более того, потенциальное дорезервирование произойдет не одновременно, а будет растянуто во времени. Объем конечных потерь может быть меньше за счет наличия обеспечения по большей части реструктурированных корпоративных кредитов.

### Риски кредитов по плавающим ставкам

В последние годы в целях снижения процентного риска банки стали активно предоставлять кредиты компаниям по плавающим ставкам. Доля кредитов с плавающими ставками в рублях в кредитном портфеле до конца 2020 г. постепенно росла, в первую очередь за счет кредитов крупным компаниям, а с начала 2021 г. – за счет кредитов МСП. Доля кредитов с плавающими ставками по МСП заметно ниже, чем по крупным компаниям (на 1 апреля 2021 г.: 26% против 39% соответственно<sup>11</sup>).

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ СРОКОВ ДО ПОГАШЕНИЯ ПО КАТЕГОРИЯМ КАЧЕСТВА ССУД МСП

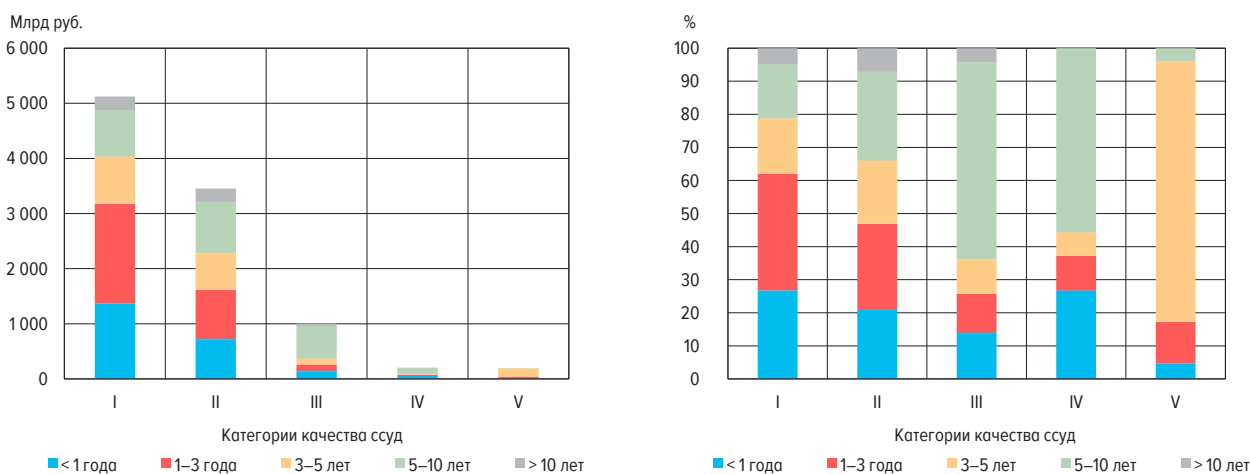
Рис. 9



Источник: данные формы отчетности 0409303.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ СРОКОВ ДО ПОГАШЕНИЯ ПО КАТЕГОРИЯМ КАЧЕСТВА ССУД КРУПНЫХ КОМПАНИЙ

Рис. 10



Источник: данные формы отчетности 0409303.

<sup>11</sup> По данным формы отчетности 0409303.

Кредиты субъектам МСП с плавающими ставками имеют сравнительно высокое кредитное качество: доля ссуд IV–V категорий качества по ним ниже, чем по прочим кредитам МСП. Кредиты с плавающими ставками выдаются на рыночных условиях (не в рамках госпрограмм) только качественным заемщикам и имеют низкую срочность: долгосрочные кредиты сроком более 10 лет, потенциально несущие наибольший процентный риск для заемщика, составляют всего 4,0% от объема кредитов МСП с плавающими ставками и имеют высокую категорию качества (I–III) (рис. 9).

Аналогичная ситуация наблюдается в отношении кредитов, предоставленных крупным компаниям. Кредиты с плавающими ставками предоставляются качественным заемщикам. Долгосрочные кредиты сроком до погашения более 10 лет (5,4% объема кредитов крупных предприятий с плавающими ставками), потенциально несущие наибольший процентный риск, полностью относятся к высоким категориям качества (I–III) (рис. 10).

Таким образом, повышение ключевой ставки по мере возвращения к нейтральной денежно-кредитной политике не окажет существенного негативного влияния на качество кредитов, предоставленных по плавающим процентным ставкам.

### Концентрация корпоративного кредитования на крупнейших заемщиках

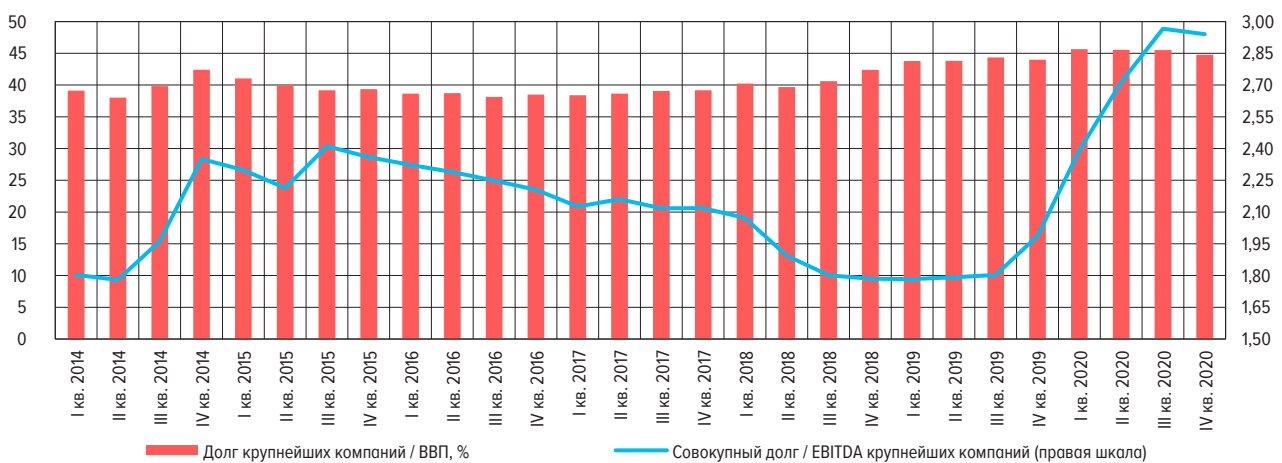
Несмотря на то что общая долговая нагрузка российского нефинансового сектора существенно не выделяется на фоне других стран с формирующимися рынками, концентрация долга на крупнейших корпоративных заемщиках продолжает оставаться высокой.

За 2020 г. долговая нагрузка корпоративного сектора (в % от ВВП) заметно увеличилась (на 9,0 п.п.)<sup>12</sup>, преимущественно за счет переоценки валютных обязательств вследствие ослабления курса рубля. По оценкам Банка России, на крупнейшие<sup>13</sup> по объему долга публичные нефинансовые компании на конец IV квартала 2020 г. приходилось 45% всего долга нефинансового сектора. Данный показатель в течение 2020 г. оставался стабильным, однако за три предыдущих года вырос на 5,6 процентного пункта.

При этом долговая нагрузка крупнейших компаний, оцениваемая по показателю «Чистый долг/ЕБИТДА», растет с 2019 г., и по итогам 2020 г. она увеличилась до 2,9х. Данная динамика является временной и связана в большей степени с падением прибыли, нежели с ростом дол-

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА КРУПНЕЙШИХ КОМПАНИЙ

Рис. 11



Источники: Росстат, Банк России, S&P Capital IQ.

<sup>12</sup> По данным [отчета о глобальной финансовой стабильности МВФ \(GFSR\)](#), долговая нагрузка корпоративного сектора (измеренная в % от ВВП) за девять месяцев 2020 г. на глобальном уровне выросла на 11,5 п.п., в развитых экономиках – на 11,8 п.п., в развивающихся – на 11 процентных пунктов.

<sup>13</sup> Порядка 90 крупнейших публичных российских компаний.

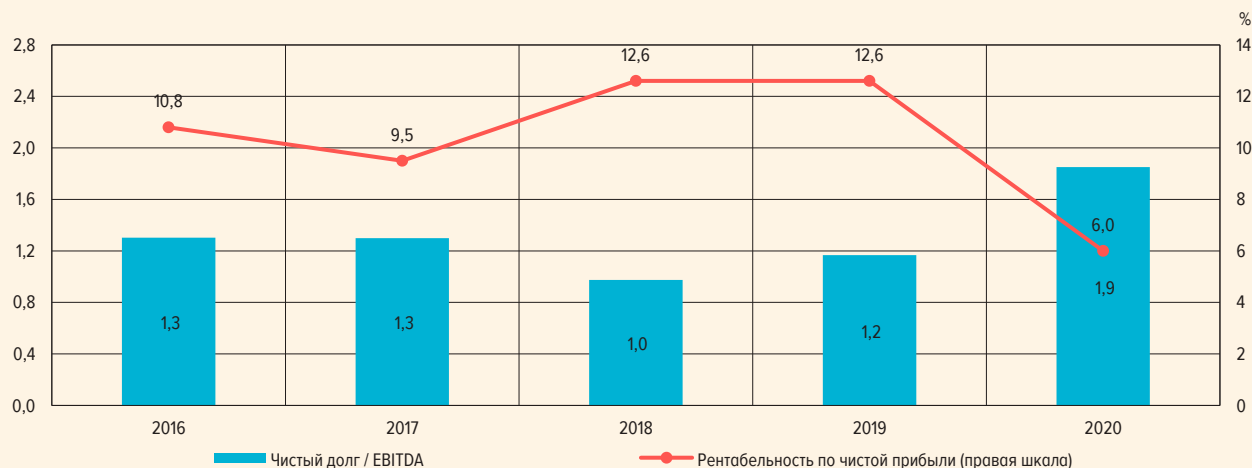
га (большая часть которого приходится на переоценку валютных обязательств). На фоне восстановления экономики и прибыли компаний в I квартале 2021 г. ожидается улучшение показателей долговой нагрузки.

### Врезка 3. Прибыль, долговая нагрузка и ожидаемые дивидендные выплаты крупных российских компаний

В условиях распространения коронавирусной инфекции в 2020 г. у публичных компаний, выплачивающих дивиденды<sup>1</sup>, значительно снизилась выручка (на 16% г/г), что при большей величине постоянных расходов привело к значительному сокращению чистой прибыли (на 60% г/г) и рентабельности по чистой прибыли (на 6,6 п.п. г/г). При этом возросла потребность в займах для пополнения оборотных средств, выплаты заработной платы и прочих целей. В результате снижения поступлений выручки, роста объема кредитов, а также на фоне валютной переоценки обязательств в иностранной валюте долговая нагрузка компаний выборки, оцениваемая по показателю «Чистый

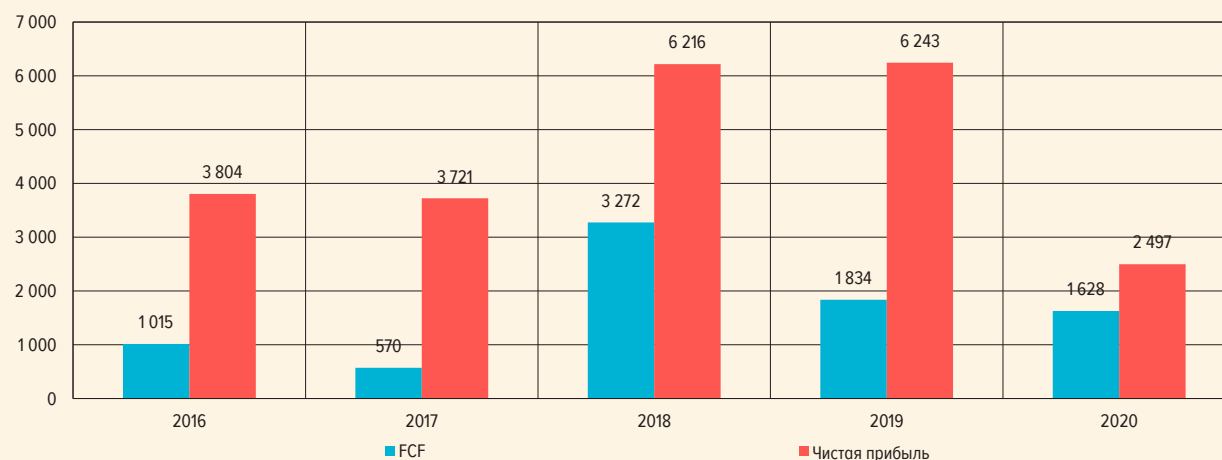
ДИНАМИКА ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ И РЕНТАБЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ ВЫБОРКИ

Рис. 12



Источник: S&P Capital IQ.

ДИНАМИКА ЧИСТОЙ ПРИБЫЛИ И СВОБОДНОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА КОМПАНИЙ ВЫБОРКИ (FREE CASH FLOW, FCF) (МЛРД РУБ.) Рис. 13



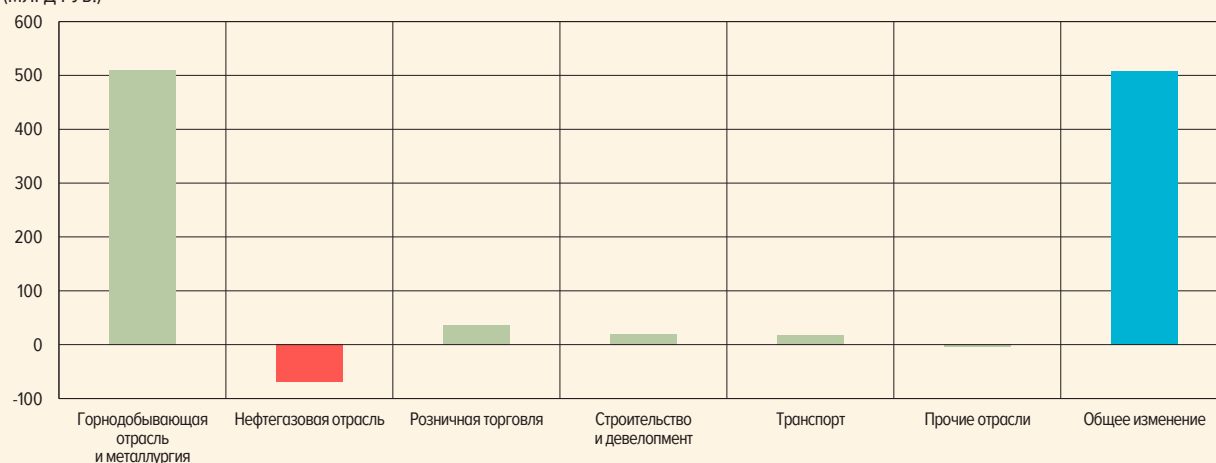
Источник: S&P Capital IQ.

<sup>1</sup> Порядка 110 компаний из горно-металлургической, нефтегазовой отраслей, розничной торговли, строительства, транспорта, АПК, финансовой сферы и т.д.

ОЖИДАЕМОЕ ИЗМЕНЕНИЕ ДИВИДЕНДНЫХ ВЫПЛАТ В 2021 Г. ОТНОСИТЕЛЬНО ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА  
ПО ОТРАСЛЯМ

Рис. 14

(МЛРД РУБ.)



Источники: Bloomberg, S&amp;P Capital IQ, оценка Банка России.

долг/ЕБИТДА», выросла с 1,2х до 1,9х, однако продолжает оставаться на приемлемом уровне, достаточном для выплаты дивидендов<sup>2</sup>.

С точки зрения отраслевого вклада наиболее сильное влияние на указанные показатели оказала нефтегазовая отрасль, на которую также пришлось основное сокращение дивидендных выплат. Тем не менее падение основных показателей нефтегазовой отрасли в общем объеме чистой прибыли и свободного денежного потока выплачивающих дивиденды публичных компаний было компенсировано компаниями горнодобывающей отрасли и металлургии, у которых в 2021 г. рост дивидендов может стать рекордным (рис. 13–14). В результате совокупный объем дивидендных выплат российских компаний в 2021 г. может увеличиться на 18% относительно предыдущего года; основная часть выплат акционерам приходится на II–III кварталы 2021 года.

<sup>2</sup> У большого количества компаний дивидендная политика включает в себя ограничения на выплаты в зависимости от показателей долговой нагрузки.

## Ситуация в отдельных пострадавших отраслях

### НЕФТЕГАЗОВАЯ ОТРАСЛЬ

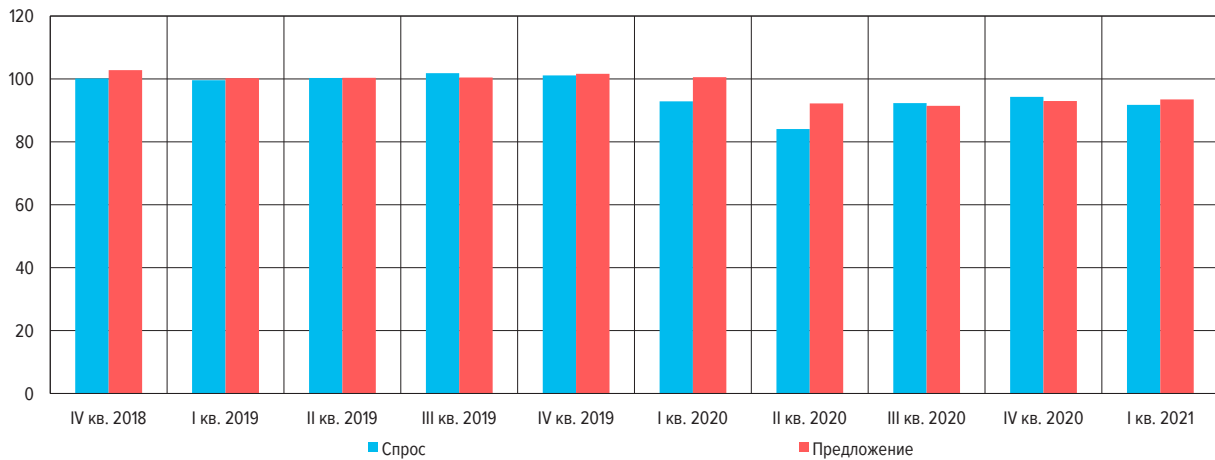
**Спрос и предложение.** В 2020 г. рынок нефти столкнулся с беспрецедентным шоком – резкое падение спроса на фоне быстрых темпов распространения коронавирусной инфекции, наряду с прекращением предыдущей сделки ОПЕК+, привело к обвалу нефтяных котировок в апреле и рекордному росту мировых запасов нефтяного сырья. Во второй половине года наблюдалось постепенное восстановление спроса и его превышение над предложением нефтяного сырья. По данным IHS Markit, по итогам 2020 г. спрос на нефть по всему миру составил 91 млн барр./сутки, снизившись на 10 млн барр./сутки по сравнению с предыдущим годом. По итогам I квартала 2021 г. глобальный спрос на нефть составил 92 млн барр./сутки, сократившись на 1 млн барр./сутки относительно аналогичного показателя прошлого года (рис. 15). Мировая добыча нефти в 2020 г. на фоне успешной реализации новой сделки ОПЕК+ достигла минимального уровня за последние несколько лет и составила 94 млн барр./сутки, превысив спрос на 3 млн барр./сутки. Также стоит отметить, что, по данным Международного энергетического агентства (МЭА), избыток запасов на рынке нефти, сложившийся во время пандемии, был практически исчерпан в феврале 2021 года.

Добыча нефти в России в 2020 г. достигла минимума за последние 10 лет и составила 10 млн барр./сутки, снизившись на 1 млн барр./сутки, или на 9% г/г (рис. 16). В рамках сделки ОПЕК+ в феврале-апреле 2021 г. для России были согласованы отдельные условия поэтапного увеличения добычи, в то время как для большинства остальных стран было принято реше-



ГЛОБАЛЬНЫЙ СПРОС И ПРЕДЛОЖЕНИЕ НЕФТИ (ЖИДКИЕ УГЛЕВОДОРОДЫ)  
(МЛН БАРР./СУТКИ)

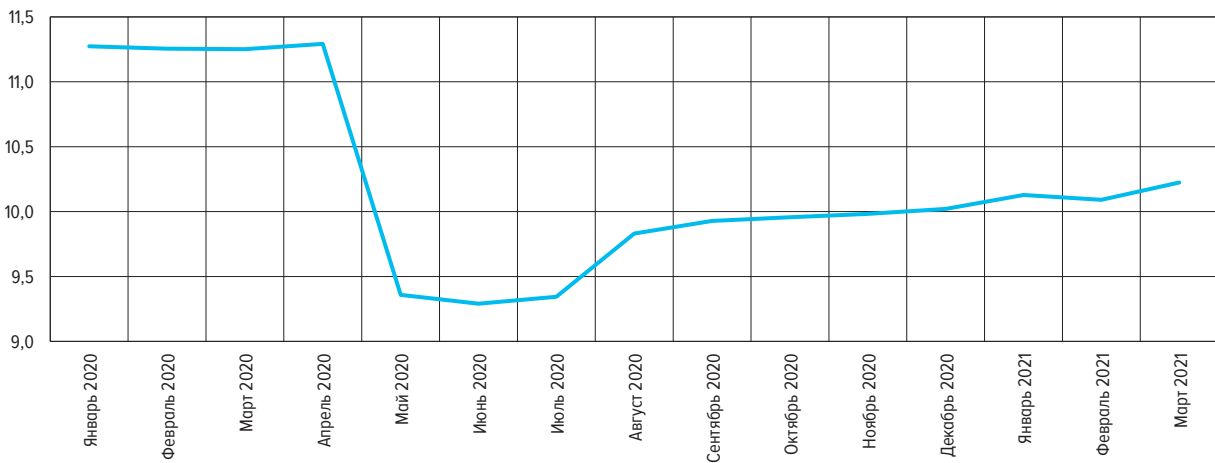
Рис. 15



Источник: IHS Markit.

ДОБЫЧА НЕФТИ В РОССИИ  
(МЛН БАРР./СУТКИ)

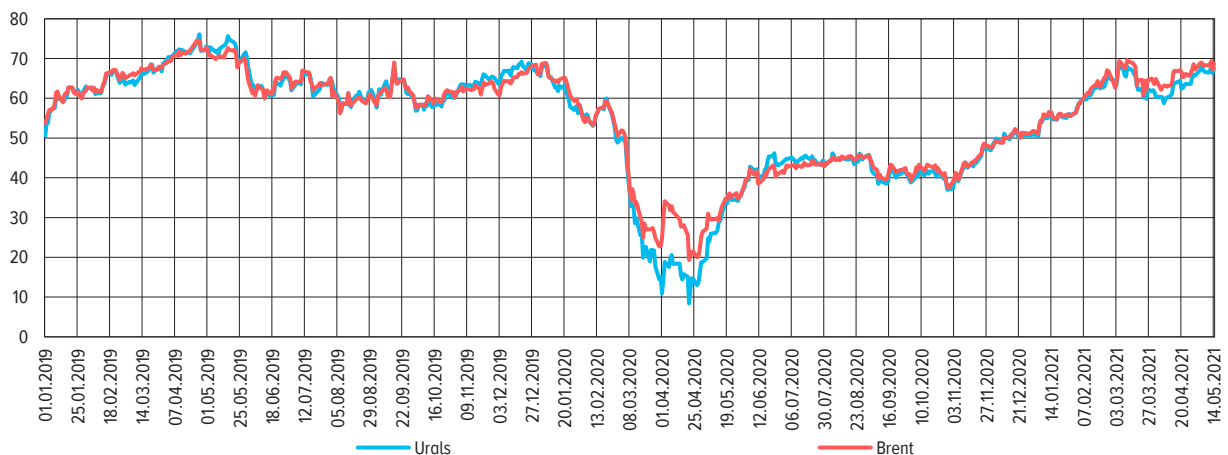
Рис. 16



Источник: IHS Markit.

ДИНАМИКА ЦЕН НА НЕФТЬ  
(ДОЛЛ. США ЗА БАРРЕЛЬ)

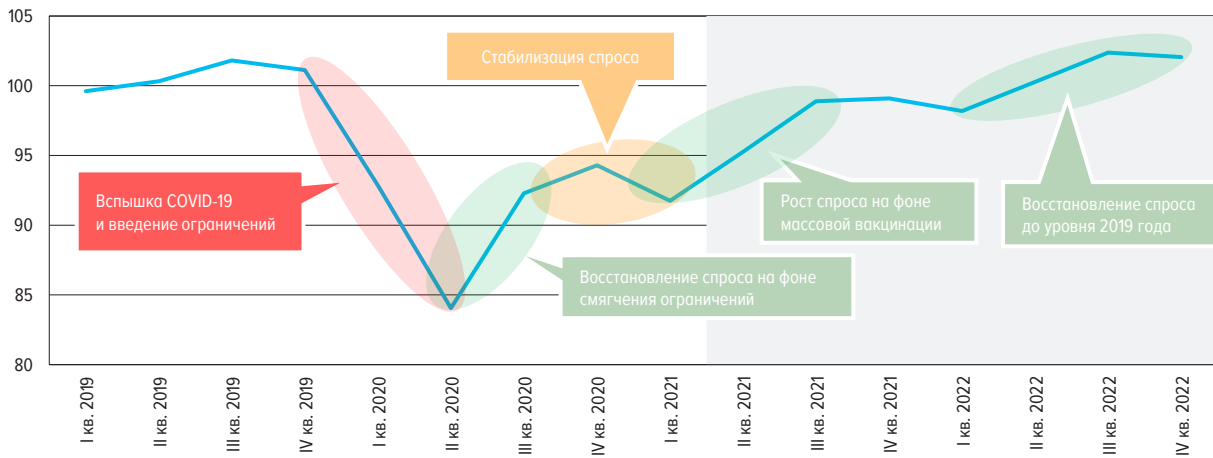
Рис. 17



Источники: Bloomberg, Thomson Reuters.

ПРОГНОЗ ПО ВОССТАНОВЛЕНИЮ СПРОСА НА НЕФТЬ ДО 2022 ГОДА  
(МЛН БАРР./СУТКИ)

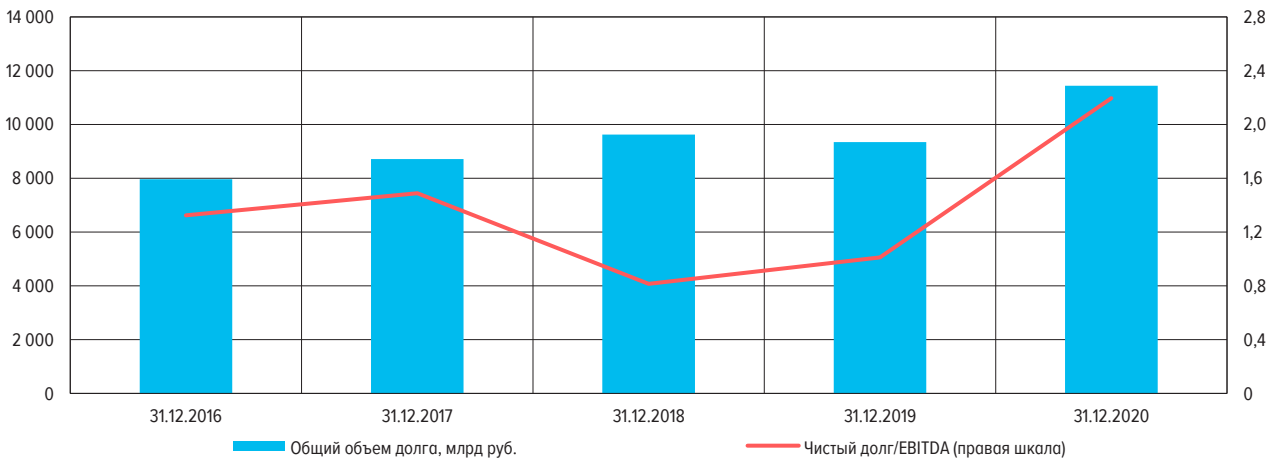
Рис. 18



Источник: IHS Markit.

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА КРУПНЕЙШИХ НЕФТЕГАЗОВЫХ КОМПАНИЙ

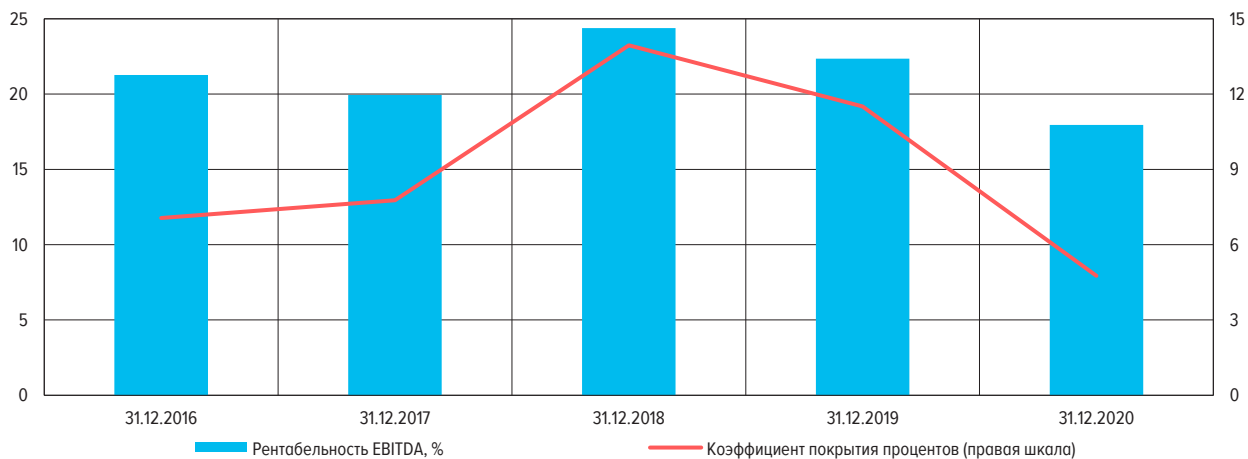
Рис. 19



Источник: S&P Capital IQ.

РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ И КОЭФФИЦИЕНТ ПОКРЫТИЯ ПРОЦЕНТОВ КРУПНЕЙШИХ НЕФТЕГАЗОВЫХ КОМПАНИЙ

Рис. 20



Источник: S&P Capital IQ.

ние о продлении текущего уровня ограничений добычи сырья. По итогам апрельского заседания государства – участники ОПЕК+ договорились об увеличении добычи в мае-июле: Россия может нарастить суммарную добычу за три последующих месяца на 114 тыс. барр./сутки.

**Мировые цены.** Осенью 2020 г. было отмечено небольшое снижение мировых котировок нефти ввиду угрозы второй волны пандемии, но к концу года на фоне новостей о начале массовой вакцинации в ряде стран и продолжения действия ограничений на добычу наблюдался быстрый рост цен. В настоящий момент продолжается траектория постепенного восстановления мировых цен на нефть (рис. 17). Однако возможное ухудшение эпидемической ситуации может оказать давление на нефтяные цены в краткосрочной перспективе.

**Перспективы отрасли.** По прогнозам IHS Markit, смягчение ограничений в ситуации улучшения эпидемической обстановки в связи с запуском программ массовой вакцинации в ведущих странах может отразиться на росте мирового спроса на 7 млн барр./сутки с I по III кварталы 2021 г. (рис. 18).

**Финансовое положение компаний отрасли.** Совокупная выручка крупнейших нефтегазовых компаний снизилась на 28% г/г из-за динамики мировых цен на нефть и ограничения на ее добычу в связи с соблюдением Россией новых условий сделки ОПЕК+, что демонстрирует значительное негативное влияние пандемии на отрасль.

На конец 2020 г. оценка долговой нагрузки по показателю «Чистый долг/ЕБИТДА» увеличилась до 2 – с 1 по итогам 2019 г. (рис. 19). На фоне снижения рентабельности (с 22 до 18%) также наблюдается значительное падение коэффициента покрытия процентов – с 12 до 5 (рис. 20). Несмотря на это, долговая нагрузка крупнейших российских нефтегазовых компаний остается на приемлемом уровне. Долговая нагрузка крупнейших зарубежных представителей отрасли также демонстрирует значительный рост наряду со снижением рентабельности (с 18 до 16%) – среднеотраслевой показатель коэффициента покрытия процентов на конец 2020 г. составил 3 против 13 годом ранее.

Неблагоприятная конъюнктура на рынке нефтепродуктов в 2020 г., сложившаяся в результате пандемии COVID-19 и приведшая к падению потребления нефтепродуктов, а также сокращение компенсационных выплат в виде обратного акциза на нефть за счет демпфера негативно отразились на марже нефтепереработки и создали финансовые трудности для переработчиков, которые были вынуждены оптимизировать свое производство. В 2020 г. российские нефтеперерабатывающие компании осуществили выплаты в бюджет в размере 356,6 млрд руб. против полученных 282,2 млрд руб. за счет демпфирующего механизма годом ранее<sup>14</sup>. Поставки нефти на российские НПЗ по системе «Транснефть» по итогам 2020 г. по сравнению с прошлогодним показателем сократились на 12,5 млн тонн, до 233,65 млн тонн, вернувшись на уровень 2011 г. (233,38 млн тонн)<sup>15</sup>. Вместе с тем корректировка демпфера с 1 мая 2021 г. позволит увеличить выплаты российским нефтеперерабатывающим компаниям.

### Качество кредитов

Доля «плохих» ссуд среди заемщиков нефтегазовой отрасли за 2020 г. показала рост с 4,8 до 5,8%, а к концу года – снижение до 4,4%. На 01.04.2021 доля кредитов IV–V категорий качества составила 4,7%.

### ЧЕРНАЯ И ЦВЕТНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ

По итогам 2020 г. было отмечено снижение мирового производства стали на 0,9%, в то время как в России выпуск превысил показатель 2019 г. на 2,6%<sup>16</sup>. Российские компании также смогли нарастить экспорт продукции черной металлургии в 2020 г. – по данным Федераль-

<sup>14</sup> По данным Минфина России.

<sup>15</sup> По данным компании Argus на основе информации ПАО «Транснефть».

<sup>16</sup> По данным World Steel Association.

ной таможенной службы, экспорт плоского проката вырос на 9,6% в натуральном выражении (но при этом снизился на 3,7% в стоимостном).

Определяющее влияние на восстановление мировых рынков цветных металлов после пандемии COVID-19 оказало восстановление экономики Китая, который является одним из основных потребителей металлов. Высокие темпы восстановления спроса в Китае привели к резкому росту цен ряда товаров черной и цветной металлургии (алюминий – на 69%, никель – на 46%, цинк – на 49%, палладий – на 57%)<sup>17</sup> во второй половине 2020 – начале 2021 г., что может оказывать положительное влияние на финансовое состояние компаний данных отраслей.

Таким образом, несмотря на ограничения, связанные с пандемией коронавируса, в 2020 г. металлургические компании на фоне ослабления рубля увеличили объемы выручки<sup>18</sup> и свободного денежного потока на 6,4 и 51% соответственно, что позволяет им значительно повысить дивидендные выплаты в 2021 году. Вместе с тем финансовое положение отдельных крупных заемщиков металлургической отрасли остается неудовлетворительным, коэффициент «Чистый долг/ЕБИТДА» данных компаний, еще до начала пандемии находившийся на высоком уровне, вырос по итогам 2020 года.

### Качество кредитов

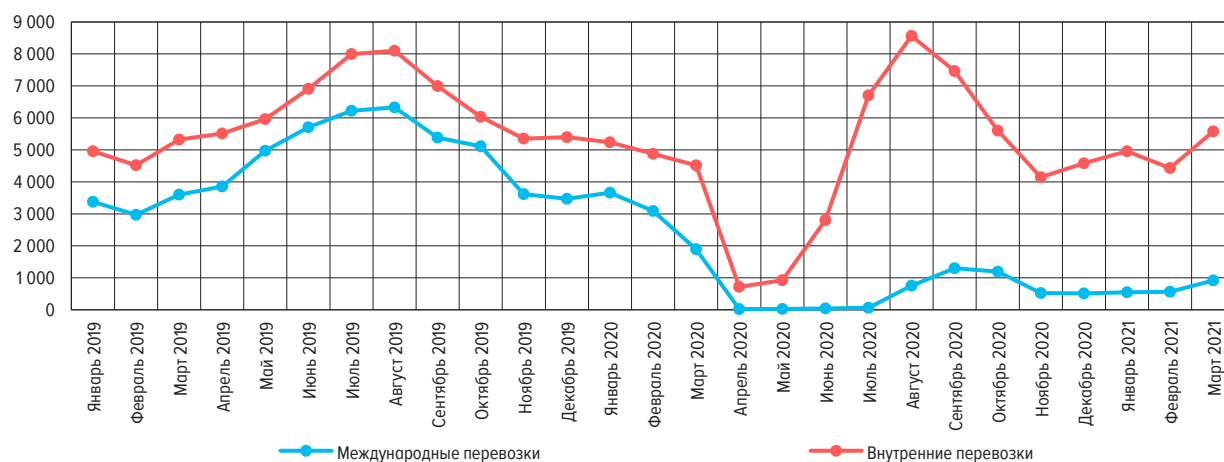
Доля «плохих» ссуд металлургических компаний на начало и конец 2020 г. составляла 4,9%, в острую фазу пандемии достигала 7,8%, а на 01.04.2021 была равна 3,4%.

### АВИАКОМПАНИИ

Распространение COVID-19 нанесло авиационной отрасли беспрецедентный удар. Международная ассоциация воздушного транспорта (IATA) фиксирует падение глобального пассажирооборота на 66% г/г в 2020 г.: пассажирооборот на внутренних рейсах, согласно оценкам IATA, упал на 49%, на международных – на 76%. В Российской Федерации за 2020 г. было перевезено 69,4 млн пассажиров, что на 54% меньше, чем за 2019 год. Динамика авиаперевозок в I квартале 2021 г. демонстрирует некоторое восстановление: количество перевезенных пассажиров снизилось на 27% г/г.

КОЛИЧЕСТВО ПЕРЕВЕЗЕННЫХ ПАССАЖИРОВ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ В 2019 – 2021 ГОДАХ  
(ТЫС. ЧЕЛОВЕК)

Рис. 21



Источник: Федеральное агентство воздушного транспорта.

<sup>17</sup> Изменение за 12 месяцев г/г (на середину мая), по данным Bloomberg.

<sup>18</sup> Экспортные поставки преобладают в структуре выручки компаний, рублевые цены по экспортным поставкам показали значительный рост цен по ряду основных металлов, таких как золото, железная руда, сталь, никель и алюминий.

Снижение цен на авиабилеты и рост внутреннего туризма (в некоторые месяцы 2020 г. объем внутренних перевозок превышал уровень 2019 г.) были основными факторами, способствовавшими положительному сдвигу. Тем не менее окончание сезона отпусков и рост заболеваемости с конца сентября 2020 г. замедлили увеличение объема внутренних перевозок. С учетом неопределенности открытия границ зарубежных стран внутренние авиаперевозки останутся основным фактором поддержки отрасли пассажирских авиаперевозок.

Для поддержки российских авиакомпаний и аэропортов в 2020 г. был принят ряд программ (суммарный объем государственной поддержки составил 34,3 млрд руб.<sup>19</sup>). В апреле 2021 г. Росавиация предложила возобновить субсидирование авиаотрасли, прогнозный объем государственной поддержки на первое полугодие 2021 г. может составить порядка 13,2 млрд руб. (для авиакомпаний – 8,2 млрд руб., для аэропортов – 5 млрд руб.). В середине мая 2021 г. Федеральное агентство по туризму объявило, что на субсидирование чартеров в Российской Федерации в текущем году будет выделено 1,2 млрд рублей.

Основными проблемами отрасли в 2021–2022 гг. станут избыток парка, значительный рост долговой нагрузки, возможные изменения в маршрутах, частоте и расстоянии перелетов, условиях бронирования, а также усиление конкуренции и дополнительные меры, связанные с эпидемической безопасностью. В таких условиях дальнейшая финансовая устойчивость авиакомпаний во многом будет определяться объемом государственной поддержки.

### **Качество кредитов**

Доля «плохих» ссуд авиакомпаний за 2020 г. снизилась с 19,3 до 9,7% (на 01.04.2021: 9,6%). Кредитный портфель отрасли является незначительным по объему, так как основные финансовые обязательства авиакомпаний представлены в виде лизинга. При этом влияние на банки может быть существенным за счет кредитования лизинговых компаний, в том числе входящих с банками в одну финансовую группу.

## **КОММЕРЧЕСКАЯ НЕДВИЖИМОСТЬ**

### **Офисная недвижимость**

На фоне действия ограничительных мер в связи с пандемией коронавируса пользователи офисов отложили переезды, а девелоперы – вывод новых проектов на рынок. По итогам 2020 г. доля свободного предложения в бизнес-центрах класса А по сравнению с 2019 г. увеличилась на 2,4 п.п. и составила 11,7%. К концу 2021 г. ожидается дальнейший рост показателя, но в целом доля вакантных площадей остается существенно ниже уровня 2014–2015 годов<sup>20</sup>. Несмотря на наблюдаемую конъюнктуру рынка, ставки аренды офисов продемонстрировали небольшой рост. Для офисов класса А показатель составил 25,5 тыс. руб./м<sup>2</sup>/год (без учета операционных расходов и НДС) – на 2,1% больше, чем по итогам 2019 года. Для офисов класса В – 17,1 тыс. руб./м<sup>2</sup>/год (без учета операционных расходов и НДС) – рост на 1,3% (рис. 22).

В среднесрочной перспективе последствия распространения коронавирусной инфекции, скорее всего, приведут к структурным изменениям в отрасли: введенные ограничительные меры во время пандемии заставили многие организации пересмотреть концепцию работы в офисе. В настоящее время ряд крупных компаний перевели часть сотрудников на работу из дома до конца 2021 года. В случае сохранения концепции работы из дома на следующие

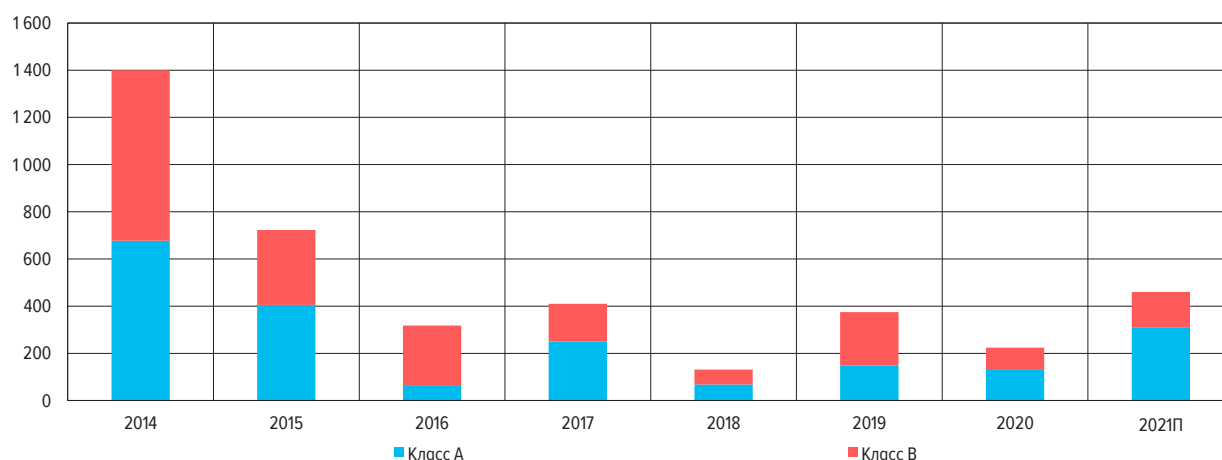
<sup>19</sup> В 2020 г. Федеральному агентству воздушного транспорта из резервного фонда Правительства Российской Федерации было выделено 23,4 млрд руб. (в декабре 2020 г. объем был снижен до 20,9 млрд руб.) для предоставления в 2020 г. субсидий российским авиакомпаниям на возмещение расходов за коммерческие перевозки (постановление Правительства Российской Федерации от 13.05.2020 № 661) и субсидии российским аэропортам на частичную компенсацию расходов в связи со снижением их доходов из-за падения объемов пассажирских перевозок объемом 10,9 млрд руб. (постановление Правительства Российской Федерации от 03.06.2020 № 813).

<sup>20</sup> По оценкам аналитического агентства Knight Frank.



ДИНАМИКА ВВОДА В ЭКСПЛУАТАЦИЮ ОФИСОВ КЛАССОВ А И В (МОСКВА)\*  
(Тыс. м<sup>2</sup>)

Рис. 22

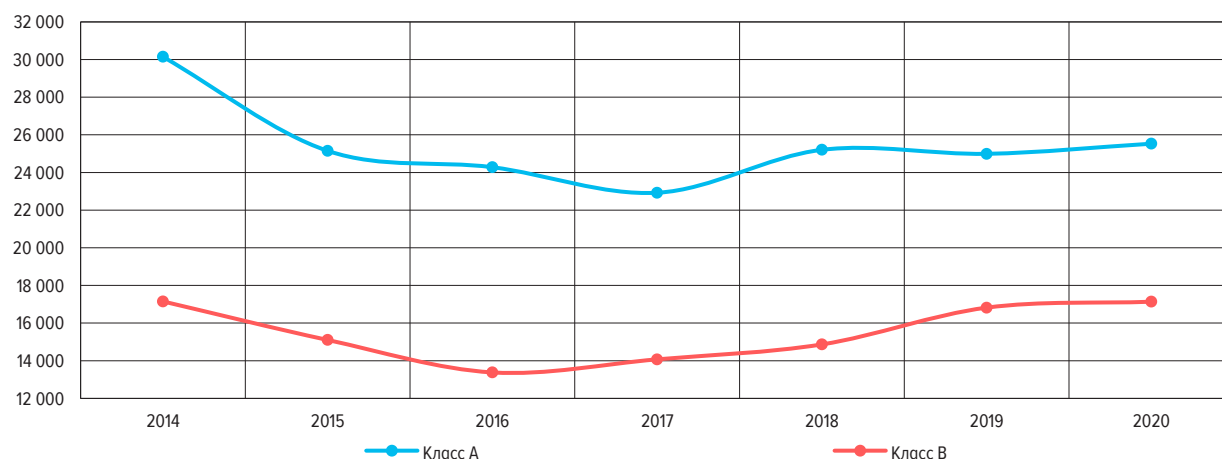


\* Без учета операционных расходов и НДС.

Источник: аналитическое агентство Knight Frank.

ДИНАМИКА СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫХ ЗАПРАШИВАЕМЫХ СТАВОК АРЕНДЫ НА ОФИСЫ КЛАССОВ А И В,  
НОМИНИРОВАННЫХ В РОССИЙСКИХ РУБЛЯХ (МОСКВА)  
(РУБ./М<sup>2</sup>/ГОД)

Рис. 23



\* Без учета операционных расходов и НДС.

Источник: аналитическое агентство Knight Frank.

периоды компании начнут пересматривать свои стратегии расширения и сохранения текущих офисных площадей, что приведет к более высокому уровню свободных офисов.

### Торговая недвижимость

По итогам 2020 г. в Москве<sup>21</sup> было введено 226 тыс. м<sup>2</sup> торговых площадей (на 17% больше, чем по итогам 2019 г.)<sup>22</sup>. Несмотря на то что около 19% от первоначально заявленного на 2020 г. объема торговых площадей было перенесено, объем ввода в 2020 г. стал самым высоким за последние четыре года. Функционирование ретейла активно менялось на фоне трансформации покупательских моделей поведения и базовых привычек потребителей в связи с ограничениями на передвижение населения, введенными для сдерживания распространения коронавирусной инфекции. Уровень вакантных площадей в торговых центрах Москвы за 2020 г. немного увеличился и составил 10,7%, что на 1,6 п.п. выше показателя 2019 года. Увеличение показателя связано в первую очередь с оптимизацией сетевых ретейлеров, а также с рекордным открытием новых торговых объектов за год.

<sup>21</sup> Здесь и далее – данные по Москве, так как основные торговые площади приходятся на Московский регион.

<sup>22</sup> По оценкам аналитического агентства Colliers International.

Прайм-ставка<sup>23</sup> аренды за 2020 г. относительно уровня предыдущего года снизилась на 20% в премиальных торговых центрах<sup>24</sup> (204 тыс. руб./м<sup>2</sup>/год) и на 24% в ключевых торговых центрах (65 тыс. руб./м<sup>2</sup>/год)<sup>25</sup>. В новых договорах аренды, заключаемых в 2020 г. в период пандемии, арендодатели начали использовать такие гибкие инструменты, как увеличение процента от оборота при сниженной арендной ставке, сокращенный срок договора, возможность одностороннего расторжения, которые позволят вернуть совокупные ставки аренды на докризисный уровень в среднесрочной перспективе при улучшении ситуации.

### Качество кредитов

Доля «плохих» ссуд среди заемщиков, деятельность которых связана с операциями с недвижимым имуществом, за 2020 г. выросла с 20,6 до 26,4%. Рост доли кредитов IV–V категорий качества продолжился и в 2021 г., составив 29,1% на 01.04.2021.

### МСП СФЕРЫ УСЛУГ

По [данным реестра МСП](#), в апреле 2021 г. количество предприятий в сфере услуг снизилось на 3,6% г/г, до 225,3 тысячи. С началом распространения коронавирусной инфекции в феврале 2020 г. существенное снижение показателей рентабельности наблюдалось у МСП из гостиничного бизнеса, туроператоров и предприятий общественного питания.

В III и IV кварталах 2020 г. оборот малых предприятий (без микропредприятий) составил 18,3 и 25,6 трлн руб. соответственно, что на 9,6 и 10,8% меньше, чем в аналогичные периоды 2019 года. При этом оборот в таких сферах, как туризм, гостиничный бизнес и отрасль общественного питания, в эти же два периода был меньше на 32 и 30,1% по сравнению с соответствующими кварталами предыдущего года<sup>26</sup>.

На 01.04.2021 общая доля указанных отраслей в корпоративном портфеле МСП составила 2,01% (увеличение на 0,5 п.п. г/г), что связано с ростом абсолютной задолженности на 65,5% г/г. Рост долга объясняется реструктуризацией кредитов и привлечением дополнительного финансирования на льготных условиях. Например, до 30 сентября 2020 г. предприятия малого и среднего бизнеса из особо пострадавших отраслей<sup>27</sup> имели возможность получить кредиты по льготной ставке 8,5% на три года на любые цели и кредит под 0% на срок до 6 месяцев для выплаты заработной платы сотрудникам. Мера по предоставлению рефинансирования для МСП на льготных условиях продолжила свое действие после 30 сентября 2020 года<sup>28</sup>. [Банк России рекомендовал кредитным организациям продолжать реструктурировать займы до 1 июля 2021 г., не назначая в этот период пени и штрафы по реструктурированным кредитам.](#)

### Гостиницы

В 2020 г. во время пандемии российский гостиничный бизнес поддерживался в основном за счет внутреннего спроса; основными пострадавшими регионами стали Москва и Санкт-Петербург, так как здесь больше гостиниц высокого класса, 40–60% спроса на которые исторически обеспечивали иностранные туристы.

<sup>23</sup> Прайм-ставка аренды – ставка аренды для помещений 150 м<sup>2</sup> профиля «одежда/обувь», расположенных на первом этаже.

<sup>24</sup> На основании данных топ-5 торговых центров с индексом посещаемости более 1000 чел./1000 м<sup>2</sup>, расположенных в радиусе 5 км от Кремля.

<sup>25</sup> По оценкам аналитического агентства CBRE.

<sup>26</sup> По данным Правительства Москвы, оборот предприятий торговли и услуг города уже в августе начал восстанавливаться и составил 928 млрд руб., увеличившись на 4,1% г/г. В марте 2021 г. этот показатель составил 1,18 трлн руб., превысив на 28% показатель аналогичного периода 2020 года.

<sup>27</sup> К которым относятся туризм, гостиничный бизнес и отрасль общественного питания.

<sup>28</sup> Лимит на рефинансирование кредитов составляет 175 млрд рублей.

Отмена ограничений летом и снижение тарифов помогли гостиницам среднего класса частично восстановить загрузку к осени 2020 г. в основном за счет проведения деловых мероприятий, восстановления авиасообщения и частичного открытия границ. Благодаря увеличению внутреннего туризма региональные гостиницы пострадали не так сильно, а в южных регионах гостиницы смогли увеличить свои доходы относительно 2019 г. за счет роста загрузки и цен. Например, с открытием туристического сезона 1 июля 2020 г. рекордные показатели загрузки отелей наблюдались в Краснодарском крае. Они достигали 100% уже в августе, в то время как в курортный сезон 2019 г. загрузка отелей в регионе не превышала 70%.

### **Туризм**

По оценкам Ростуризма, общий оборот отрасли составил 1,6 трлн руб. в 2020 г. – 43% от уровня 2019 года. По предварительным оценкам<sup>29</sup>, въездной туризм в России по итогам 2020 г. упал на 93,6% г/г – по сравнению с 2019 г. Россия потеряла 4,77 млн иностранных туристов. Выездной туризм стал доступен российским туристам только с 1 августа. Вся активность туроператоров сосредоточилась на пяти открытых направлениях: Турция, Объединенные Арабские Эмираты (ОАЭ), Куба, Мальдивы и Танзания, при этом по сравнению с предыдущим годом в 2020 г. поток туристов в эти страны снизился на 73,6% и составил 2,2 млн человек<sup>30</sup>.

Из-за закрытия границ основным направлением стал внутренний туризм. Доля организованного внутреннего туризма (туристов, отправленных через туроператоров) в 2020 г. немного выросла по внутреннему рынку. По данным АТОР, на 8–10% увеличилось количество туристов, возвращающихся отдыхать на то же место в России, благодаря открытию новых возможностей для отдыха, большая часть которых пришлось на горные курорты Краснодарского края.

### **Общественное питание**

По данным Росстата, оборот отрасли общественного питания в 2020 г. составил 1,4 трлн руб., или 77,4% относительно 2019 года. Наибольшее падение оборота зафиксировано в апреле и мае – на 45,5 и 44,9% г/г соответственно, так как многие заведения работали только с заказами навынос и через доставку. Затем показатель оборота стал постепенно восстанавливаться за счет снижения ограничений и адаптации ресторанов к новым условиям. Полного восстановления не произошло и в I квартале 2021 г. – оборот составил 94% г/г. По данным Федерации рестораторов и отельеров (ФРиО), у 40% заведений общественного питания с начала пандемии сменились владельцы – в основном в крупных городах из-за высокой арендной платы.

### **Качество кредитов**

Благодаря программам государственной поддержки МСП и послаблениям Банка России не наблюдалось существенного роста доли «плохих» ссуд. Доля кредитов IV–V категорий качества субъектов МСП из сфер гостиничного бизнеса, общественного питания и туризма за 2020 г. снизилась с 17,1 до 16,0%, максимальное значение наблюдалось во время острой фазы пандемии и составило 18,0% в апреле 2020 года. На 01.04.2021 показатель качества ссуд ухудшился, составив 19,6%.

<sup>29</sup> По данным Ассоциации туроператоров (АТОР).

<sup>30</sup> Согласно агрегированным данным властей указанных стран, статистике погранслужбы ФСБ России и сведениям о загрузке авиарейсов.

## 2.2. Долговая нагрузка населения и риски розничного кредитования

**Рост кредитования темпами, опережающими рост доходов населения, привел к повышению в 2020 – I квартале 2021 г. долговой нагрузки граждан на макроуровне с 10,7 до 11,9%. Основной вклад внес сегмент необеспеченного потребительского кредитования, где с начала 2021 г. наблюдается ускорение роста. Банк России принял решение о возврате с 1 июля 2021 г. к макропруденциальным надбавкам, действовавшим до пандемии. Повышение надбавок будет способствовать снижению стимулов банков к расширению кредитования за счет предоставления кредитов заемщикам с высоким показателем долговой нагрузки (ПДН), а также позволит постепенно восстановить величину буфера и обеспечить устойчивость банков к потенциальным стрессовым сценариям. При этом с учетом планового окончания к 1 июля 2021 г. действия регуляторных послаблений, введенных в условиях пандемии, Банк России принял решение о частичном расформировании макропруденциального буфера по необеспеченным потребительским кредитам в размере 124 млрд рублей. Он может быть использован банками для поглощения потерь по всем видам кредитования, а не только по необеспеченным потребительским кредитам.**

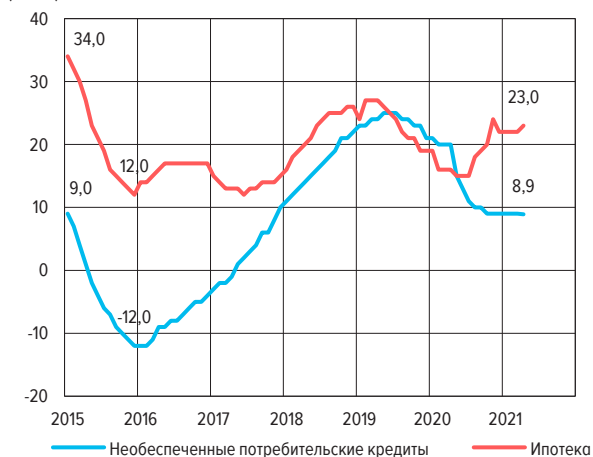
### 2.2.1. Темпы роста кредитования и долговая нагрузка на макроуровне

В IV квартале 2020 – I квартале 2021 г. ускорился рост розничного кредитования. В сегменте ипотечного кредитования сохраняются высокие темпы роста задолженности благодаря действию государственных программ субсидирования ипотечных ставок, а также мягкой денежно-кредитной политике. Средняя ставка по ипотечным кредитам, предоставленным на первичном рынке, в IV квартале 2020 – I квартале 2021 г. составила 5,9%. Годовой прирост ипотечного портфеля на 1 апреля 2021 г. был равен 23,4%, тогда как на 1 октября 2020 г. – 20,5% (на 1 апреля 2020 г. – 18,7%)<sup>31</sup>.

В сегменте необеспеченного кредитования темп прироста задолженности в марте 2021 г. составил 1,9%, что соответствует среднему аннуализированному темпу роста за последние три месяца (с учетом сезонности) более 15% (хотя годовой рост задолженности составляет 8,9% из-за провала в первые месяцы пандемии).

ТЕМПЫ ПРИРОСТА ПОРТФЕЛЯ ПО СЕГМЕНТАМ КРЕДИТОВАНИЯ (% Г/Г)

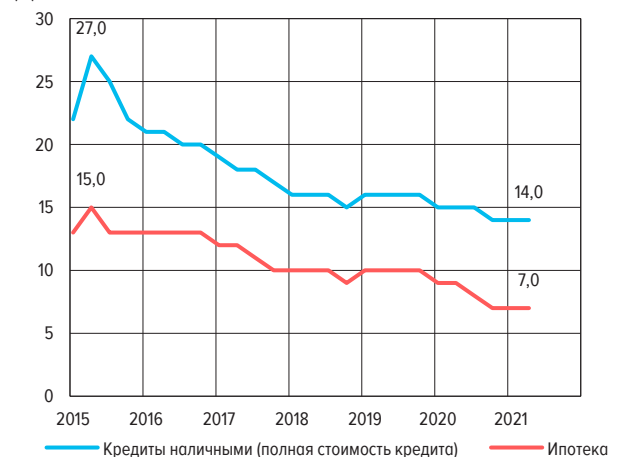
Рис. 24



Источник: форма отчетности 0409115.

СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫЕ СТАВКИ ПО КРЕДИТАМ, ВЫДАНЫМ ЗА КВАРТАЛ (%)

Рис. 25

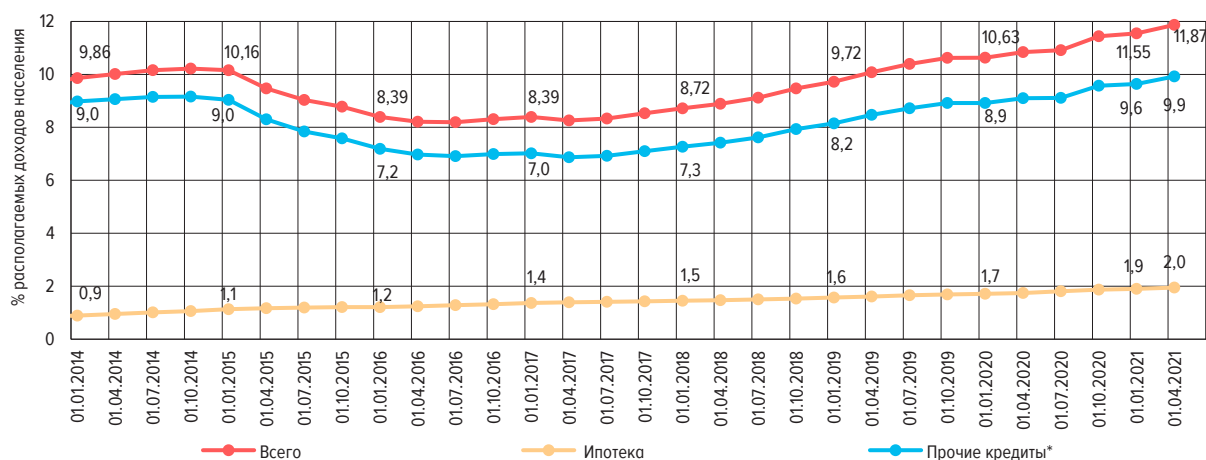


Источники: формы отчетности 0409126 и 0409316.

<sup>31</sup> Все значения по темпам роста в ипотеке приведены с учетом остатка задолженности по секьюритизированным ипотечным кредитам.

## КОЭФИЦИЕНТ ОБСЛУЖИВАНИЯ ДОЛГА ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ

Рис. 26



\* Включают автокредиты и необеспеченные потребительские кредиты.  
Источник: Банк России.

Рост кредитования на фоне сдержанного роста доходов сопровождался повышением долговой нагрузки граждан на макроуровне, рассчитываемой как коэффициент обслуживания долга (КОД)<sup>32</sup>. За III квартал 2020 – I квартал 2021 г. общая долговая нагрузка выросла на 0,96 п.п. и достигла 11,9% располагаемых доходов населения. В 2020 г. рост задолженности по кредитам в отличие от предыдущих периодов не был поддержан увеличением располагаемых доходов населения. Наибольший вклад в суммарное изменение КОД внесли необеспеченные потребительские кредиты (за III квартал 2020 – I квартал 2021 г.: рост КОД на 0,8 п.п.). Изменение КОД по ипотеке за рассматриваемый период составило всего 0,1 п.п.: росту долговой нагрузки препятствовали рефинансирование ипотечных кредитов по более низким ставкам, а также снижение ставок по вновь предоставляемым кредитам.

### 2.2.2. Стандарты кредитования

В IV квартале 2020 – I квартале 2021 г. банки смягчали требования к платежеспособности заемщиков по необеспеченным потребительским кредитам после их ужесточения в начале пандемии и сохраняли требования к долговой нагрузке ипотечных заемщиков. Доля потребительских кредитов, выданных заемщикам с ПДН более 80%, выросла с 26,8 до 34,4% за III квартал 2020 – I квартал 2021 г., однако это обусловлено действиями нескольких банков. С их исключением доля кредитов с ПДН более 80% соответствует значениям, наблюдавшимся до пандемии. В ипотеке не произошло роста долговой нагрузки новых заемщиков в результате более консервативной политики банков, а также снижения ставок по кредитам за счет государственных льготных программ кредитования (доля которых составила до 30% ипотечных выданных за июнь-декабрь 2020 г.).

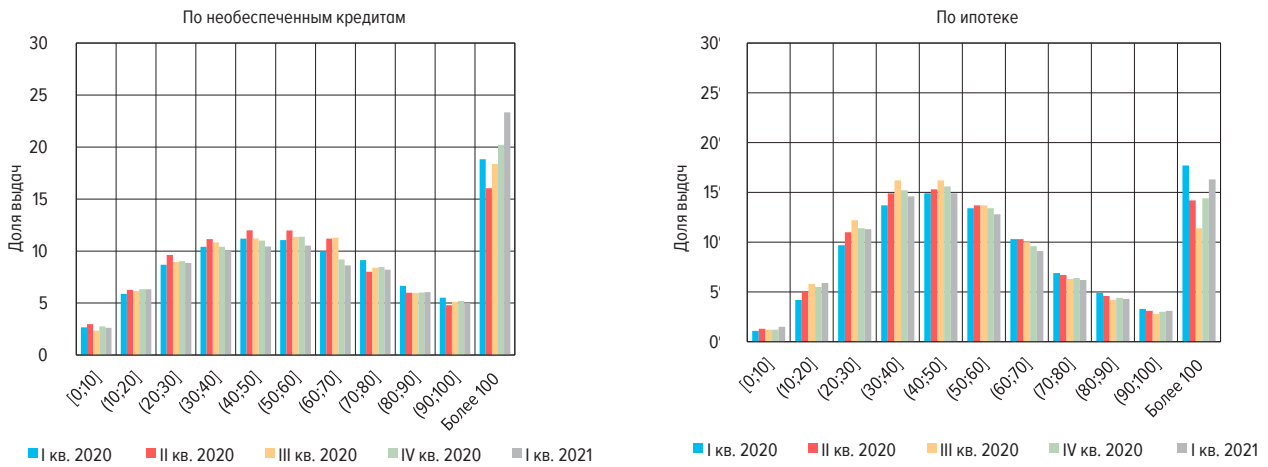
Как в ипотечном, так и в необеспеченном потребительском кредитовании сохраняется высокая доля кредитов, предоставленных заемщикам без подтвержденного дохода (15,2 и 15,4% соответственно). Для оценки дохода таких заемщиков при расчете ПДН банки используют минимальное значение из среднего регионального дохода и заявленного заемщиком дохода. Такой подход к расчету ПДН используется банками при отсутствии технической возможности проверить доход клиентов или при предоставлении кредитов клиентам с теневыми доходами. В последнем случае риск по таким кредитам выше, так как теньевые доходы, скорее всего, более волатильны. Именно эти кредиты составляют большую часть кредитов с ПДН выше 100%.

<sup>32</sup> Рассчитывается как отношение плановых платежей по кредитам к располагаемым денежным доходам населения Российской Федерации.



РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ОБЪЕМА ПРЕДОСТАВЛЕННЫХ КРЕДИТОВ ФИЗИЧЕСКИМ ЛИЦАМ ПО УРОВНЮ ПДН (%)

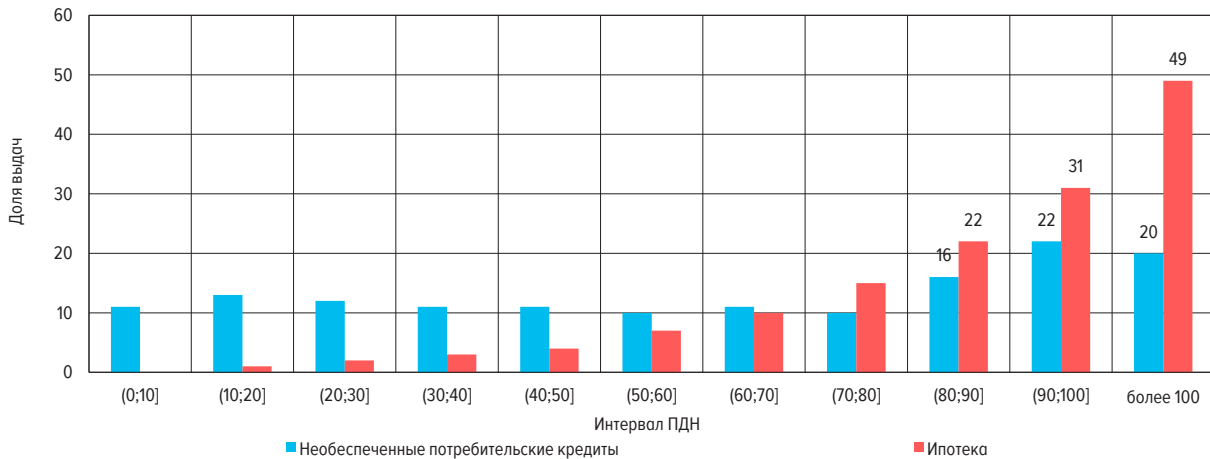
Рис. 27



Источник: форма отчетности 0409704.

ДОЛЯ КРЕДИТОВ, ПРЕДОСТАВЛЕННЫХ В I КВАРТАЛЕ 2021 Г. ЗАЕМЩИКАМ С ДОХОДОМ, ОЦЕНЕННЫМ НА ОСНОВЕ МИНИМАЛЬНОГО ЗНАЧЕНИЯ ИЗ СРЕДНЕГО ЗНАЧЕНИЯ ДОХОДА В РЕГИОНЕ И ЗАЯВЛЕННОГО ЗАЕМЩИКОМ ДОХОДА (%)

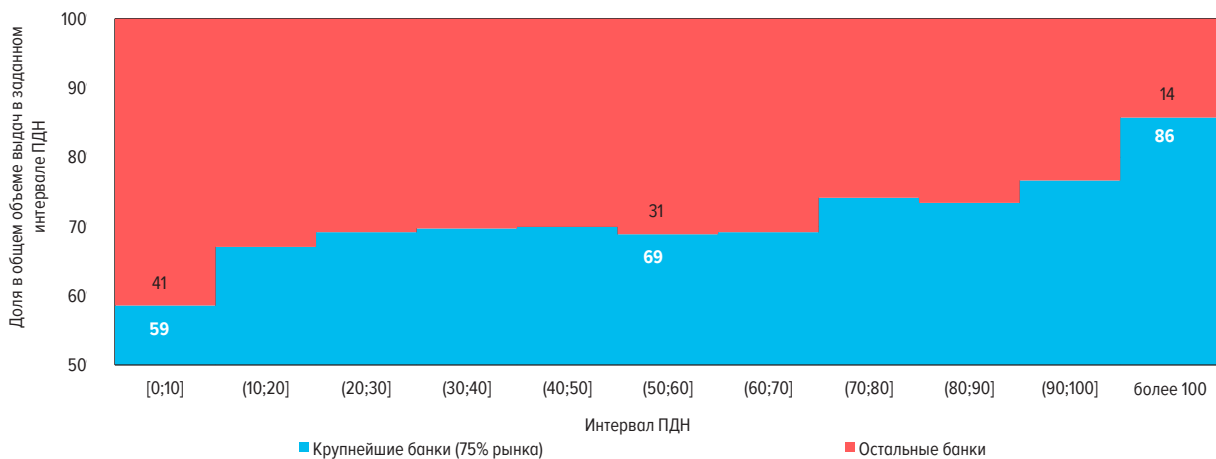
Рис. 28



Источник: форма отчетности 0409704.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ВЫДАЧ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ КРЕДИТОВ В IV КВАРТАЛЕ 2020 Г. ПО ИНТЕРВАЛАМ ПДН И БАНКАМ (%)

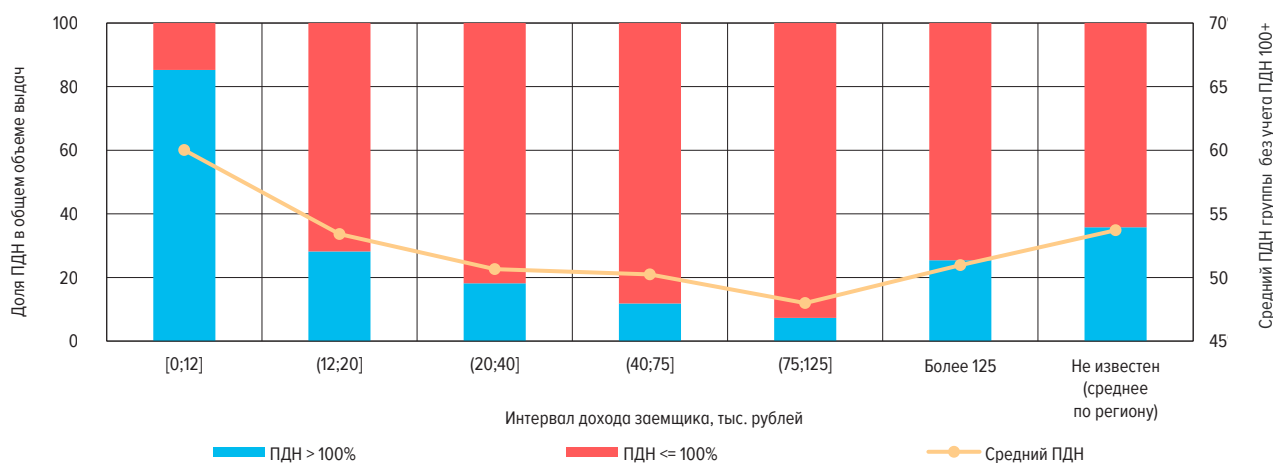
Рис. 29



Источник: форма отчетности 0409704.

## РАСПРЕДЕЛЕНИЕ НОВЫХ ВЫДАЧ ПО ПДН ДЛЯ ЗАЕМЩИКОВ С РАЗНЫМ УРОВНЕМ ДОХОДА

Рис. 30



Источник: форма отчетности 0409704.

Выдачи потребительских кредитов с высокими значениями ПДН распределены по банкам неравномерно. Так, группа крупнейших банков, занимающих 75% рынка потребительского кредитования, в I квартале 2021 г. выдала 86% от объема кредитов с ПДН более 100%. Менее крупные банки (оставшиеся 25%) сосредоточили свои выдачи в области с низкими значениями ПДН, где их доля достигает 40% (с ПДН 0–10%).

Концентрация кредитов с высоким ПДН в портфелях крупнейших банков объясняется активным использованием модельного дохода для оценки доходов потенциальных заемщиков и доступом к данным истории транзакций клиентов. Используя это информационное преимущество, лидеры рынка наращивают кредитование в сегментах, где значение ПДН может превышать 100%. Это наиболее характерно для сегментов, в которых официальный доход заемщиков не превосходит 12 тыс. руб. в месяц или неизвестен.

### 2.2.3. Динамика кредитного риска и макропруденциальные меры

В IV квартале 2020 – I квартале 2021 г. прирост необслуживаемых ссуд в необеспеченном потребительском кредитовании стабилизировался. Доля «плохих» ссуд составила 8,9% на 01.04.2021. В жилищном и ипотечном кредитовании после пиковых значений на 01.09.2020 объем необслуживаемых ссуд начал снижаться как в процентном отношении к совокупной задолженности (с 1,6 до 1,2% на 01.04.2021), так и в номинальном выражении (с 100,5 до 82,5 млрд руб. на 01.04.2021).

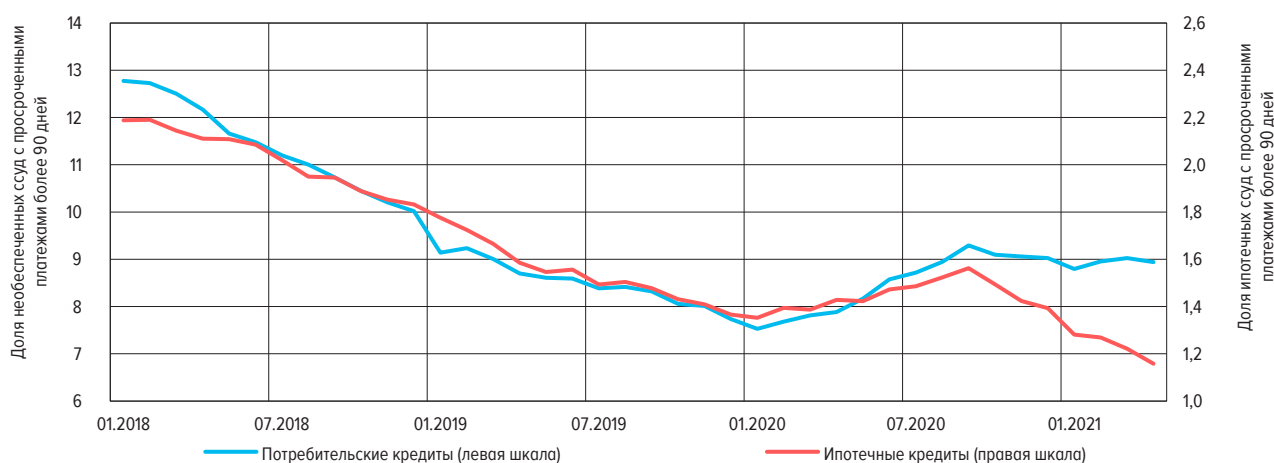
В соответствии с концепцией макропруденциального регулирования рост риска, вызванный системными, не зависящими от кредитных организаций факторами, должен быть компенсирован за счет роспуска макропруденциальных буферов капитала. Первый этап отмены надбавок по необеспеченным кредитам был осуществлен в сентябре 2020 г., что стало эквивалентно высвобождению 168 млрд руб. капитала. При этом эффект для отдельных кредитных организаций во многом определялся структурой портфеля и кредитной политикой в 2019–2020 гг. (рис. 32).

Учитывая окончание с 1 июля 2021 г. регуляторных послаблений по розничным кредитам, а также возможные потери по портфелю реструктурированных кредитов в течение 2021 г. в размере до 90 млрд руб., Банк России принял решение о дополнительном роспуске с 30 июня 2021 г. макропруденциального буфера по необеспеченным потребительским кредитам, предоставленным до 1 апреля 2020 года. Это решение позволит высвободить капитал банков в размере до 124 млрд рублей.

## ДИНАМИКА ДОЛИ ССУД С ПРОСРОЧЕННЫМИ ПЛАТЕЖАМИ БОЛЕЕ 90 ДНЕЙ В ПОРТФЕЛЯХ НЕОБЕСПЕЧЕННЫХ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ И ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ

Рис. 31

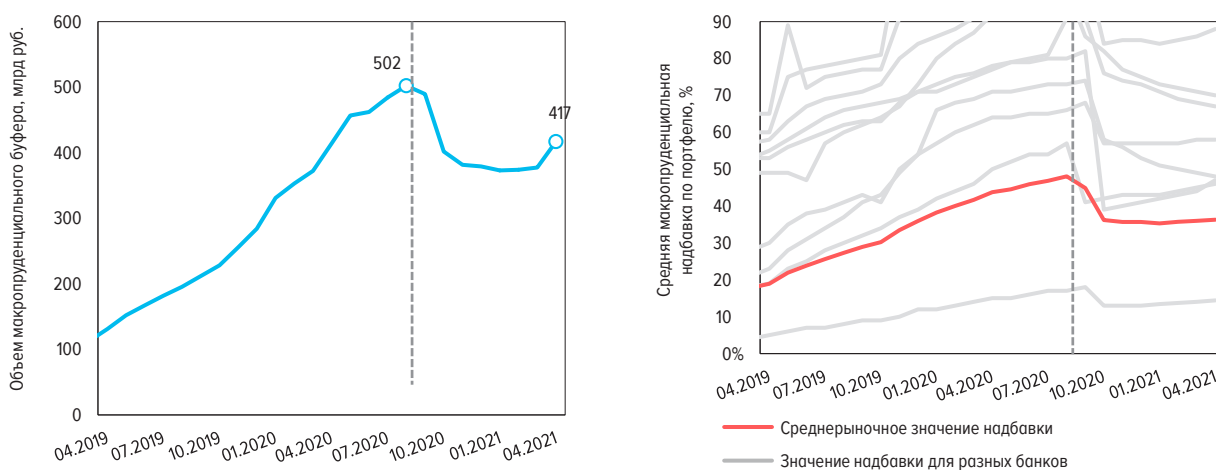
(%)



Источник: форма отчетности 0409115.

## ДИНАМИКА МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОГО БУФЕРА ПО НЕОБЕСПЕЧЕННЫМ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИМ КРЕДИТАМ И СРЕДНЕЙ НАДБАВКИ К КОЭФФИЦИЕНТАМ РИСКА ПО ПОРТФЕЛЮ КРУПНЕЙШИХ БАНКОВ

Рис. 32

Примечание: пунктирная линия – дата роспуска надбавок для кредитов, выданных до сентября 2019 года.  
Источник: форма отчетности 0409135.

## НАДБАВКИ К КОЭФФИЦИЕНТАМ РИСКА ПО ПОТРЕБИТЕЛЬСКИМ КРЕДИТАМ В РУБЛЯХ, ПРЕДОСТАВЛЕННЫМ С 1 ИЮЛЯ 2021 ГОДА

Табл. 6

(%)

		Интервал ПДН							
		Нет ПДН	0 – 30	30 – 40	40 – 50	50 – 60	60 – 70	70 – 80	Свыше 80
Интервал ПСК	0 – 10	0,6	0,3	0,3	0,3	0,6	0,7	0,9	1,1
	10 – 15	0,7	0,5	0,5	0,5	0,7	0,8	1	1,2
	15 – 20	1,1	0,7	0,7	0,7	1,1	1,3	1,4	1,6
	20 – 25	1,5	1	1	1	1,5	1,7	1,8	2
	25 – 30	1,8	1,3	1,3	1,3	1,8	1,9	2	2,2

Источник: Банк России.

Вместе с тем наблюдаемые темпы роста задолженности по необеспеченным потребительским кредитам начинают ускоряться по мере восстановления экономики и опережают рост доходов населения. Без соответствующего роста доходов рост кредитования будет приводить к увеличению долговой нагрузки населения на макроуровне. В связи с этим Банк России принял решение об установлении по необеспеченным потребительским кредитам с 1 июля 2021 г. макропруденциальных надбавок, действовавших до начала пандемии (табл. 6).

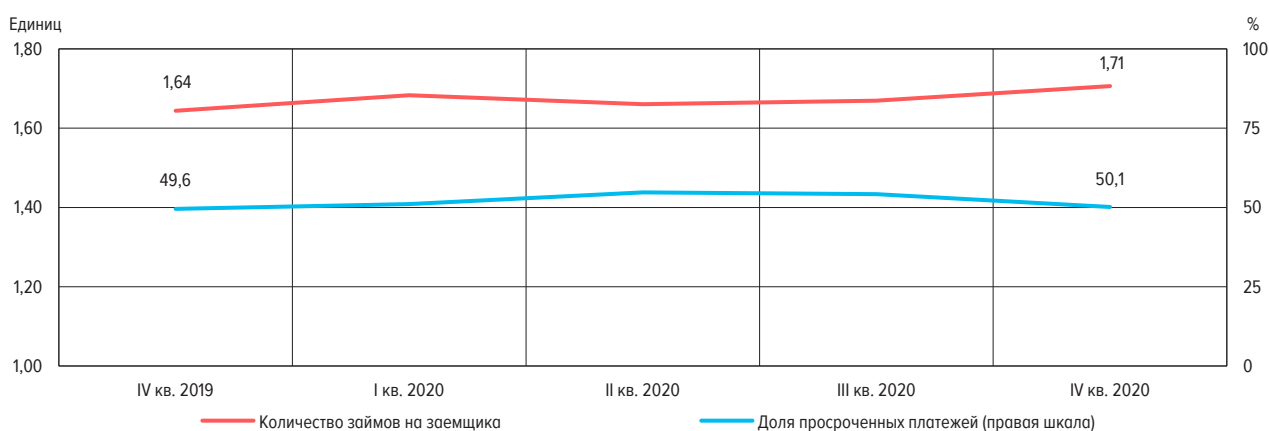
Возврат к макропруденциальным надбавкам, действовавшим до пандемии, будет способствовать снижению стимулов банков к расширению кредитования за счет предоставления кредитов заемщикам с высоким ПДН, а также позволит постепенно восстановить макропруденциальный буфер и повысит устойчивость банков к потенциальным стрессовым сценариям.

## ПОТРЕБИТЕЛЬСКОЕ МИКРОФИНАНСИРОВАНИЕ

Годовой темп прироста портфеля потребительского микрофинансирования за 2020 г. сократился с 27,9 до 9,8%, а совокупный объем задолженности по основному долгу достиг 188,2 млрд рублей. Однако, несмотря на некоторое замедление указанных темпов прироста, во многом связанное с ограничениями в период распространения COVID-19, платежеспособность и долговая нагрузка заемщиков продолжили ухудшаться.

Согласно информации трех крупнейших БКИ<sup>33</sup>, за последние два года количество займов (без учета банковских кредитов), приходящихся на одного заемщика, имеет устойчивую тенденцию к росту (с 1,53 до 1,71 единицы; для сравнения: с учетом банковских кредитов – с 2,83 до 2,94 единицы). В то же время за 2020 г. данный показатель остался практически без изменений (+0,07 единицы, рис. 33). При этом средний долг (с учетом процентов), приходящийся на одного заемщика, сохранился на прежнем уровне и составил 39,2 тыс. руб., что, вероятнее всего, связано с введенными ранее ограничениями по начислению процентных доходов<sup>34</sup>. Также на рынке отмечалось незначительное увеличение за 2020 г. доли просроченных платежей (более 1 дня) – с 49,6 до 50,1%, – которое сопровождалось ростом с 1,1 до 1,7% доли списанных договоров в портфеле микрозаймов. Стоит отметить, что по мере увеличения количества займов у заемщиков МФО наблюдается ухудшение платежной дисциплины. Так, у заемщиков с одним займом доля просроченных платежей составляет 36,4%, а у заемщиков с двумя и более займами – 61,4%. Дан-

ДИНАМИКА КОЛИЧЕСТВА ЗАЙМОВ НА ЗАЕМЩИКА И ПРОСРОЧЕННЫХ ПЛАТЕЖЕЙ (БЕЗ УЧЕТА КРЕДИТОВ БАНКОВ) Рис. 33



Источник: Банк России (по данным БКИ).

<sup>33</sup> По данным АО «НБКИ», ООО «БКИ Эквифакс» и АО «ОКБ», с учетом дедубликации охват выборки составил 86% рынка потребительского микрофинансирования.

<sup>34</sup> Полная стоимость кредита (ПСК) не более 1% в день (и не более 365% годовых) и предельная величина отношения начисленных процентных доходов к первоначальной сумме по договору займа не более 1,5-кратного размера.

ная тенденция частично объясняется низкой финансовой грамотностью отдельных заемщиков, которые накапливают долги, не оценивая своих возможностей по обслуживанию долга.

Учитывая продолжающийся рост закрежденности и отсутствие положительной динамики в обслуживании задолженности заемщиков МФО, спустя год после введения требования по расчету ПДН при предоставлении займов для целей расчета нормативов достаточности капитала МФО<sup>35</sup> своевременным представляется наделение Банка России дополнительным инструментом контроля долговой нагрузки заемщиков в виде прямых количественных ограничений на выдачу беззалоговых потребительских кредитов и займов.

### **ЗАКОНОПРОЕКТЫ, НАПРАВЛЕННЫЕ НА ЗАЩИТУ ГРАЖДАН И ОГРАНИЧЕНИЕ СИСТЕМНЫХ РИСКОВ НА РЫНКЕ РОЗНИЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ**

Для расширения набора доступных Банку России инструментов макропруденциальной политики, позволяющих своевременно купировать как текущие уязвимости, так и уязвимости, которые могут возникнуть в будущем, подготовлены предложения по внесению законодательных изменений. Указанные предложения касаются:

- закрепления на законодательном уровне обязанности для кредиторов рассчитывать ПДН (законопроект о ПДН);
- наделения Банка России полномочиями по установлению прямых количественных ограничений (законопроект о ПКО);
- ограничения рисков по кредитам с плавающей процентной ставкой (законопроект о плавающих ставках).

### **ЗАКОНОПРОЕКТ О ПДН**

Ключевым вызовом для Банка России на трехлетнем горизонте является рост кредитной нагрузки населения. Достижение чрезмерного уровня долговой нагрузки может привести в случае реализации рисков к повышенным потерям в банковском секторе, создать риски для реального сектора экономики, а также иметь негативные социальные последствия. С началом пандемии за реструктуризацией кредита стали обращаться преимущественно закрежденные заемщики. На заемщика, обратившегося за реструктуризацией необеспеченного потребительского кредита, в среднем приходилось 3,7 кредита (займа), в то время как по сегменту в целом данный показатель составлял 2,1 кредита (займа).

С 1 октября 2019 г. нормативными актами Банка России в рамках расчета обязательных нормативов, установленных для кредитных и микрофинансовых организаций, была введена обязанность кредитных и микрофинансовых организаций проводить проверку наличия у гражданина обязательств по кредитным договорам при выдаче потребительского кредита (займа). Кроме того, Банк России рекомендовал кредитным и микрофинансовым организациям уведомлять заемщиков о рассчитанном значении ПДН.

Поскольку на законодательном уровне соответствующая обязанность финансовых организаций в настоящее время не предусмотрена, учитывая важность понимания заемщиком принимаемых на себя рисков, а также в целях формирования здоровой кредитной активности сформированы предложения в части внесения законодательных изменений, закрепляющих обязанность кредитных и микрофинансовых организаций рассчитывать ПДН в установленных законом случаях, а также уведомлять заемщика о риске неисполнения обязательств по кредиту, в отношении которого рассчитывается ПДН, в случае если рассчитанное значение ПДН превышает 50%.

<sup>35</sup> Указание Банка России от 02.04.2019 № 5114-У «Об установлении экономических нормативов для микрокредитной компании, привлекающей денежные средства физических лиц, в том числе индивидуальных предпринимателей, являющихся учредителями (участниками, акционерами), и (или) юридических лиц в виде займов» и Указание Банка России от 02.04.2019 № 5115-У «Об установлении экономических нормативов для микрофинансовой компании, привлекающей денежные средства физических лиц, в том числе индивидуальных предпринимателей, и (или) юридических лиц в виде займов, и микрофинансовой компании, осуществляющей выпуск и размещение облигаций».

### **ЗАКОНОПРОЕКТ О ПКО**

В настоящее время основным инструментом макропруденциальной политики Банка России в сегменте розничного кредитования являются надбавки к коэффициентам риска для расчета нормативов достаточности капитала (повышенные коэффициенты риска), которые используются для ограничения рисков необеспеченного потребительского кредитования в зависимости от ПДН и полной стоимости потребительского кредита (займа).

Надбавки к коэффициентам риска способствуют повышению устойчивости банковского сектора за счет формирования запаса капитала. В случае реализации стрессового сценария этот запас может быть направлен на покрытие убытков, а также на сохранение способности финансовых институтов продолжать кредитование экономики. Контрциклический роспуск части буфера был реализован Банком России в ходе пандемии коронавирусной инфекции.

В ситуации продолжения ускоренного роста необеспеченного потребительского кредитования, который может сопровождаться ослаблением стандартов кредитования и ростом долговой нагрузки граждан, может потребоваться дополнительное ужесточение макропруденциальной политики. При этом банки будут вынуждены формировать резервы по кредитам, которые ранее были реструктурированы в условиях пандемии. Введение повышенных надбавок к коэффициентам риска будет оказывать дополнительное влияние на достаточность капитала кредитных организаций и снижать их возможности по кредитованию не только граждан, но и предприятий. Более эффективным в таких условиях представляется применение инструментов, влияющих непосредственно на стандарты рискованного кредитования, а также темпы роста и при этом не создающих повышенных требований к капиталу банков.

Основываясь на международном опыте применения макропруденциальных инструментов, а также на результатах проведенного Банком России публичного обсуждения возможных механизмов внедрения ПКО в инструментарий Банка России<sup>36</sup>, предлагается определять ПКО как максимальную допустимую долю отдельных видов необеспеченных потребительских кредитов (займов) в общем объеме кредитов (займов) указанного вида, предоставленных кредитной организацией или микрофинансовой организацией в текущем квартале. Период, в котором применяются ПКО, а также значения характеристик кредитов (займов), для которых устанавливаются ПКО (в частности, ПДН, ПСК, срок кредита), предполагается определять решением Совета директоров Банка России.

### **ЗАКОНОПРОЕКТ О ПЛАВАЮЩИХ СТАВКАХ**

На фоне возврата Банка России к нейтральной денежно-кредитной политике у банков повышается интерес к кредитованию по плавающим ставкам в целях снижения своего процентного риска. В розничном кредитовании законодательство в настоящее время разрешает использовать плавающие ставки. Однако для граждан, прежде всего характеризующихся высокой долговой нагрузкой, плавающие ставки могут нести существенные риски, аналогичные тем, которые реализовались в сегменте валютной ипотеки в 2014–2015 гг. (хотя, безусловно, меньшего масштаба, поскольку при плавающей ставке меняются только процентные платежи, а не сумма основного долга). Для ограничения данных рисков целесообразно принятие законодательных изменений, основанных на балансе между интересами банков к минимизации процентного риска и ограничением рисков граждан-заемщиков.

Во исполнение пункта «а» поручения Президента Российской Федерации от 2 марта 2021 г. № Пр-321 Банк России планирует (с учетом итогов публичного обсуждения с участниками рынка<sup>37</sup>) подготовить законодательные изменения, регулирующие порядок изменения переменных

<sup>36</sup> См. [доклад для общественных консультаций «О развитии макропруденциальной политики Банка России в области розничного кредитования»](#).

<sup>37</sup> Возможные подходы к регулированию кредитования по плавающим процентным ставкам описаны в [докладе для общественных консультаций «О регулировании рисков, связанных с возможным распространением плавающих процентных ставок в ипотечном кредитовании»](#).



процентных ставок и (или) сроков возврата потребительского кредита (займа), в том числе обязательства по которому обеспечены ипотекой. Указанными изменениями предполагается ограничить максимальное увеличение значения плавающей ставки по кредитному договору, а в случае изменения срока в зависимости от плавающей ставки одновременно ограничить увеличение срока возврата такого кредита (займа). Дополнительно планируется предусмотреть положения, позволяющие Совету директоров Банка России ограничивать долю кредитов с плавающими ставками в объеме предоставляемых финансовыми организациями кредитов.

### 2.3. Оценка устойчивости банковского сектора

**Банковский сектор обладает значительным запасом устойчивости в виде накопленного буфера капитала в размере 6,0 трлн руб. и макропруденциального буфера капитала в размере 0,7 трлн рублей. Кроме того, в 2020 г. кредитные организации заработали существенную чистую прибыль (около 1,6 трлн руб.), сопоставимую с рекордным значением 2019 года. Чистый процентный доход продолжает оставаться ее основным источником, в то же время наблюдается и рост прочих доходов, в том числе комиссионных.**

**Ситуация с рублевой ликвидностью в банках в октябре 2020 – марте 2021 г. оставалась достаточно стабильной, несмотря на рост волатильности факторов формирования рублевой ликвидности. Операции репо Банка России позволили кредитным организациям сгладить временные дисбалансы распределения ликвидности в конце 2020 – начале 2021 года. Для того чтобы у СЗКО было больше стимулов к использованию рыночных инструментов для соблюдения норматива краткосрочной ликвидности, Банк России вернулся к выполнению временно приостановленного плана по снижению зависимости СЗКО от лимитов безотзывной кредитной линии (БКЛ) с одновременным введением адапционного периода в части размера платы за право пользования БКЛ.**

**Ситуация с валютной ликвидностью была спокойной на фоне притока валютных средств клиентов в банковский сектор. Спрос на операции «валютный своп» Банка России по продаже долларов США за рубли отсутствовал, в том числе в конце 2020 г., в то время как на европейском рынке в конце прошлого года наблюдалось повышение стоимости долларовой ликвидности.**

#### СТРУКТУРА ДОХОДОВ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА<sup>38</sup>

Чистая прибыль банковского сектора по итогам 2020 г. составила 1,6 трлн руб.<sup>39</sup>, что на 6% меньше рекордной прибыли 2019 года. При этом около 80% прибыли по-прежнему приходится на СЗКО. Показатели рентабельности банковского бизнеса оставались высокими, несмотря на некоторое их снижение на фоне продолжающегося роста активов и капитала кредитных организаций: рентабельность активов снизилась по итогам года на 0,3 п.п., до 1,7% на 01.01.2021, рентабельность балансового капитала – на 3,7 п.п., до 15,7% на 01.01.2021 (рис. 34).

Основным источником формирования и роста прибыли по-прежнему выступал чистый процентный доход (ЧПД) (рис. 35), который увеличился по итогам 2020 г. на 8,4%, до 3,6 трлн руб., на фоне опережающего снижения процентных расходов. Процентная маржа банков снизилась по итогам года на 0,2 п.п., но оставалась высокой – 4,4% на 01.01.2021. В то же время по-прежнему есть риск снижения ЧПД в будущем в условиях повышения ставок и сохраняющейся подверженности кредитных организаций процентному риску в части гэп-риска (см. подраздел 3.1.2).

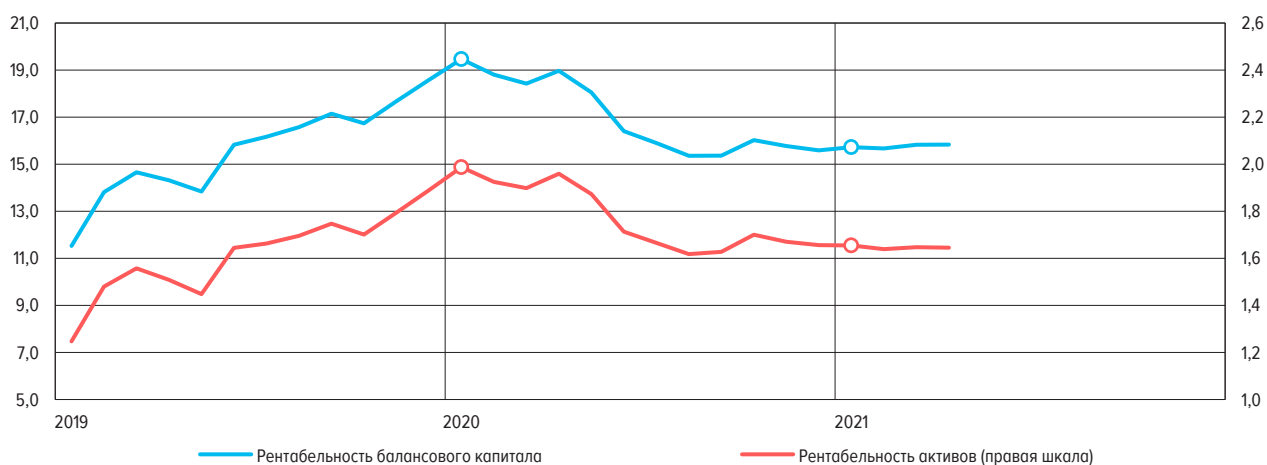
Положительный вклад в изменение прибыли в 2020 г. внесли также рост комиссионных доходов и чистого непроцентного дохода (рис. 35). Объем чистого доформирования резервов в 2020 г. увеличился по сравнению с 2019 г. и составил 1,8 трлн рублей.

<sup>38</sup> Данные по составляющим финансового результата включают результат Банка непрофильных активов.

<sup>39</sup> По данным формы отчетности 0409102.

## РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ БАЛАНСОВОГО КАПИТАЛА И АКТИВОВ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА (%)

Рис. 34



Источник: форма отчетности 0409101.

## СТРУКТУРА ДОХОДОВ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА (МЛРД РУБ.)

Рис. 35



Источник: форма отчетности 0409102.

В I квартале 2021 г. прибыль кредитных организаций составила 578 млрд руб., что на 9% выше финансового результата I квартала 2020 года. Росту прибыли способствовало продолжающееся увеличение чистого процентного и чистого комиссионного доходов, а также сокращение расходов на резервы по кредитам нефинансовых организаций.

**ДОСТАТОЧНОСТЬ КАПИТАЛА БАНКОВСКОГО СЕКТОРА**

Запас капитала банковского сектора за период с 1 октября 2020 г. по 1 апреля 2021 г. увеличился до 6,0 трлн руб.<sup>40</sup>, из которых 2,3 трлн руб. приходится на надбавки поддержания достаточности собственных средств и 0,8 трлн руб. – на надбавку за системную значимость. Запас капитала распределен неравномерно по банковской системе. На системно значимые банки приходится 77% запаса капитала банковского сектора, на прочие универсальные банки – 23%, на банки с базовой лицензией – менее 0,5%.

Кроме того, у банков имеется макропруденциальный буфер в размере 657 млрд руб., который также остается устойчивым во времени. Существенная часть макропруденциального буфера (64%) сформирована надбавками по необеспеченным потребительским кредитам,

<sup>40</sup> С учетом неаудируемой прибыли.

24% – надбавками по требованиям банков в иностранной валюте к юридическим лицам и 11% – надбавками по ипотечным кредитам с низким первоначальным взносом.

### СИТУАЦИЯ С ЛИКВИДНОСТЬЮ В БАНКОВСКОМ СЕКТОРЕ

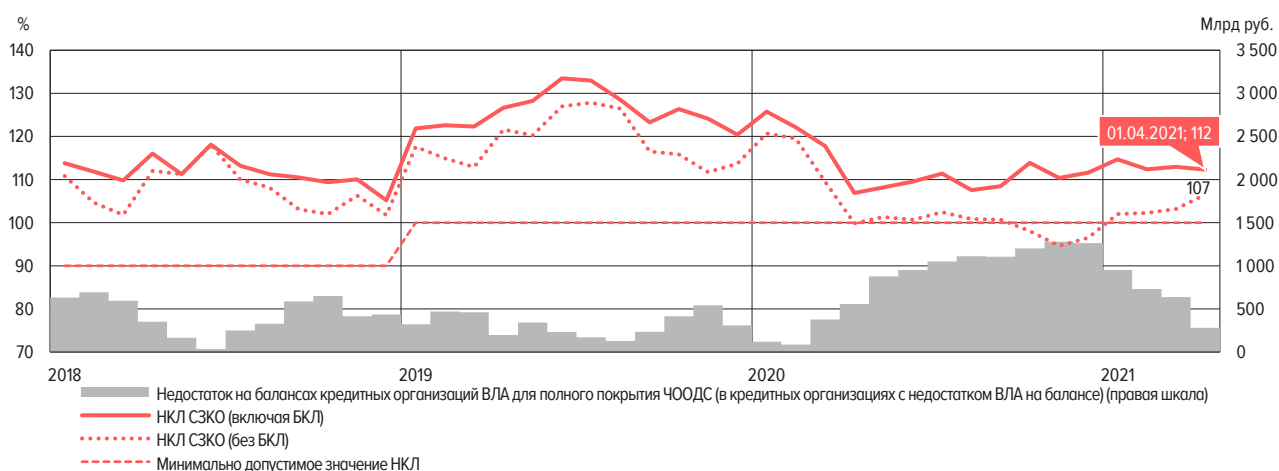
Одним из последствий пандемии стало увеличение временных дисбалансов распределения ликвидности в банковском секторе. В IV квартале 2020 г. отток ликвидности был вызван преимущественно операциями бюджета. Для того чтобы повысить возможности кредитных организаций по управлению активами и пассивами, Банк России в ноябре 2020 г. увеличил с 1,0 до 1,5 трлн руб. лимит предоставления средств на аукционах репо на срок 1 месяц. В ноябре 2020 – январе 2021 г. на этих аукционах кредитные организации привлекали в среднем около 1,1 трлн рублей. Впоследствии рост бюджетных расходов способствовал притоку средств в банковский сектор, благодаря чему кредитные организации погасили основной объем задолженности перед Банком России по операциям месячного репо: в феврале-марте спрос составлял всего 0,05 трлн рублей.

Ситуация с ликвидностью в кредитных организациях была в целом сбалансированной. Объем ликвидных активов<sup>41</sup> банковского сектора продолжал увеличиваться: на 6,1% за полгода к 01.04.2021 преимущественно благодаря росту вложений СЗКО в ОФЗ; доля ликвидных активов кредитных организаций в активах банковского сектора оставалась вблизи 22,2%<sup>42</sup>. В прочих банках в период с 01.10.2020 по 01.04.2021 величина ликвидных активов оставалась достаточной для покрытия в среднем 81%<sup>43</sup> объема их краткосрочных обязательств, а за вычетом стабильной части ресурсной базы – превышала их объем в среднем на 32% (запас ликвидных активов составлял около 1,6 трлн руб.).

Большинство СЗКО имеют достаточно высоколиквидных активов (ВЛА) для покрытия чистого ожидаемого оттока денежных средств (ЧООДС) на горизонте 30 дней. Фактическое значение норматива краткосрочной ликвидности (НКЛ) СЗКО в период с 01.10.2020 по 01.04.2021 оставалось вблизи 113% (рис. 36), при этом отдельные кредитные организации включали лимит БКЛ в расчет числителя норматива. С октября 2020 г. по март 2021 г. продолжали действовать льготные параметры БКЛ (плата за право пользования в размере 0,15%, максимальный

ДИНАМИКА ФАКТИЧЕСКОГО СРЕДНЕГО ЗНАЧЕНИЯ НКЛ ПО СЗКО\*

Рис. 36



\* Рассчитано как отношение суммы значений числителя НКЛ всех СЗКО к сумме значений знаменателя НКЛ всех СЗКО.  
Источники: формы отчетности 0409805, 0409135.

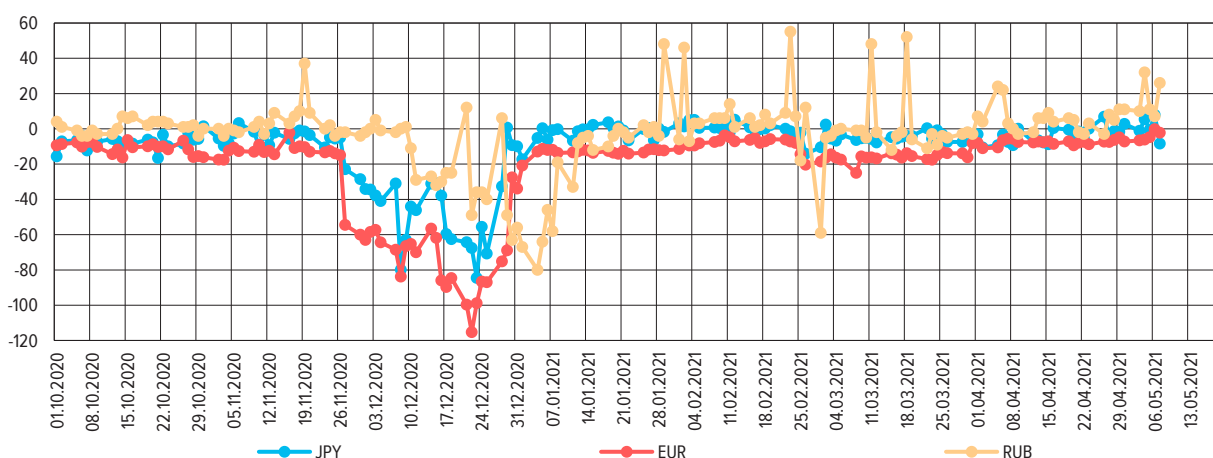
<sup>41</sup> Ликвидные активы, принимаемые в расчет норматива текущей ликвидности НЗ.

<sup>42</sup> По данным форм отчетности 0409135, 0409101.

<sup>43</sup> На основе анализа фактического значения норматива текущей ликвидности НЗ.

КРОСС-ВАЛЮТНЫЕ СПРЕДЫ  
(б.п.)

Рис. 37



Источник: Thomson Reuters.

совокупный лимит в размере 5 трлн руб.) и упрощенный доступ СЗКО к БКЛ<sup>44</sup>. Совокупный лимит открытых БКЛ увеличился с 01.10.2020 по 01.04.2021 с 2,6 до 2,8 трлн руб. соответственно, при этом для поддержания фактического значения НКЛ в размере 100% банкам требовалось в среднем около 0,9 трлн руб. на отчетные даты.

В настоящее время на российском рынке присутствует достаточный объем финансовых инструментов в российских рублях, соответствующих критериям ВЛА, для формирования ВЛА в величине, превосходящей ЧООДС. По оценкам Банка России, в ближайшие годы ожидается сохранение профицита ликвидности банковского сектора<sup>45</sup>. Увеличится и предложение ОФЗ на рынке (на 6,3 трлн руб. к 01.01.2024<sup>46</sup>, см. подраздел 3.1.1). С учетом этого на горизонте ближайших трех лет не ожидается структурного недостатка ВЛА для покрытия ЧООДС СЗКО. Банки с чрезмерным ростом ЧООДС имеют возможность нарастить портфель ВЛА на балансе соразмерно росту краткосрочных привлеченных средств преимущественно с помощью рыночных инструментов. Кроме того, кредитным организациям следует принимать меры по повышению срочности пассивов, что позволит также снизить их подверженность процентному риску (см. подраздел 3.1.2).

В этих условиях Банк России вернулся к выполнению временно приостановленного весной 2020 г. плана по снижению зависимости СЗКО от БКЛ. При этом до октября 2021 г. будет действовать адаптационный период в части размера платы за право пользования БКЛ: докризисный размер платы (0,5%) начнет применяться только с 01.10.2021 по БКЛ, открытым с 01.04.2021. Также Банк России снизил максимальный совокупный лимит по БКЛ с 5 до 4 трлн руб.<sup>47</sup> и вернулся к графику постепенного снижения индивидуальных лимитов<sup>48</sup>.

Ситуация с валютной ликвидностью на денежном рынке также была благоприятной, несмотря на краткосрочное расширение кросс-валютных спредов в конце прошлого года. Кросс-валютный спред по рублю в конце года не расширялся более чем на 80 б.п. (рис. 37) по сравнению с европейским рынком (максимальное расширение: 84 б.п.) и японским рынком

<sup>44</sup> Приказ Банка России от 01.04.2020 № ОД-563.

<sup>45</sup> См. [Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 годов](#) на официальном сайте Банка России.

<sup>46</sup> Согласно [Основным направлениям бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2021 год и на плановый период 2022 и 2023 годов](#) (документ утвержден Минфином России 06.10.2020) с учетом сокращения в 2021 г., исходя из пресс-релиза Минфина России от 15.04.2021 «О мерах по укреплению стабильности на рынке государственного долга».

<sup>47</sup> Решение Совета директоров Банка России от 25.02.2021.

<sup>48</sup> Приказ Банка России от 22.03.2021 № ОД-439.

(максимальное расширение: 118 б.п.). Объем ликвидных активов в иностранной валюте<sup>49</sup> в период с 01.10.2020 по 01.04.2021 оставался значительным (увеличился с 44,4 до 52,7 млрд долл. США). Благодаря притоку валютных средств клиентов кредитные организации восполняли спрос на валюту на рыночной основе, спрос на инструменты валютного рефинансирования Банка России отсутствовал.

#### Врезка 4. Развитие экосистем и связанные с этим риски

Пандемия привела к ускорению цифровой трансформации экономики. Карантинные меры подтолкнули многие компании к развитию электронных каналов взаимодействия с клиентами и онлайн-площадок. В отличие от других стран, где происходит активный рост бигтехов (крупных технологических компаний, которые выходят на различные рынки, в том числе финансовый), у российского рынка есть особенность – формирование экосистем, предоставляющих широкий спектр продуктов и услуг, происходит в том числе вокруг крупных банков. Хотя доля выручки банков от нефинансовой деятельности пока еще невелика, текущие тренды предполагают, что непрофильный бизнес будет играть все большую роль в деятельности банковских экосистем, а сама бизнес-модель в разных вариациях будет реализовываться все большим числом финансовых институтов.

Развитие экосистем благотворно сказывается на доступности финансовых и нефинансовых услуг, способствует их адаптации к запросам клиентов. В то же время этот тренд может спровоцировать возникновение ряда новых рисков для банков и финансовой системы.

В частности, для банков, на базе которых формируются экосистемы, это риски, связанные с выходом в новые для них нефинансовые отрасли, в том числе стратегический риск, риск вынужденной поддержки, риск информационной безопасности.

Для анализа возможностей и рисков, возникающих в связи с развитием экосистем на российском финансовом рынке, в Банке России создана специальная внутренняя рабочая группа, которая в апреле текущего года опубликовала консультативный доклад о подходах к регулированию экосистем<sup>1</sup>.

Теме анализа принимаемых рисков банками, развивающими экосистемы, и введения соответствующих требований в области банковского регулирования будет посвящен отдельный консультативный доклад Банка России.

<sup>1</sup> [Банк России начинает общественные консультации о роли экосистем в экономике и на финрынке.](#)

## 2.4. Оценка устойчивости некредитных финансовых организаций

Финансовое положение некредитных финансовых организаций (страховых компаний, НПФ, брокерских организаций) остается стабильным благодаря приемлемому качеству их активов и достаточно высоким показателям рентабельности деятельности по итогам 2020 года. Определенный рост уровня рисков отмечается в сегменте профессиональных участников рынка ценных бумаг, что связано с продолжающимся ростом количества клиентов и объема клиентских активов брокеров. В 2020 г. агрегированный показатель достаточности капитала брокеров имел тенденцию к снижению за счет увеличения объема рыночных рисков у крупных брокерских организаций. На фоне роста системной значимости брокеров на фондовом рынке Банк России планирует введение нормативов краткосрочной ликвидности и достаточности капитала для покрытия кредитных и рыночных рисков. Переход на новые требования к оценке финансовой устойчивости и платежеспособности в 2021 г. предстоит и страховым компаниям.

**Страховые компании.** В 2020 г. размер прибыли (до налогообложения) страхового сектора сохранился на уровне 2019 г. (прирост менее 1%). При этом у страховщиков жизни наблюдался рост убытка от операций по страхованию в 3,8 раза, до 89,5 млрд руб., что отчасти компенсировалось ростом инвестиционного дохода на 55,4 млрд руб., до 163,5 млрд рублей. У страховых компаний, занимающихся видами страхования иными, чем страхование жизни, произошли незначительное снижение операционных расходов и рост инвестиционного дохода (рис. 39).

<sup>49</sup> *Остатки средств на корреспондентских и краткосрочных депозитных счетах в банках-нерезидентах и денежные средства.*

В результате рентабельность капитала страховщиков осталась на достаточно высоком уровне (по итогам 2020 г.: 27,1% у страховщиков «не-жизни» и 42,3% у страховщиков жизни).

Высокий уровень прибыли способствовал заметному увеличению показателя достаточности капитала страховщиков «не-жизни». Отношение фактического размера маржи платежеспособности к нормативному значению для данной группы компаний за год выросло на 27 п.п., до 341%. Напротив, у страховщиков жизни значение данного показателя снизилось на 9 п.п., до 193% (рис. 41), за счет увеличения нормативного размера маржи платежеспособности, привязанного к показателю страховых резервов (страховые резервы по страхованию жизни в 2020 г. выросли на 20,9%, до 1331,7 млрд руб.<sup>50</sup>).

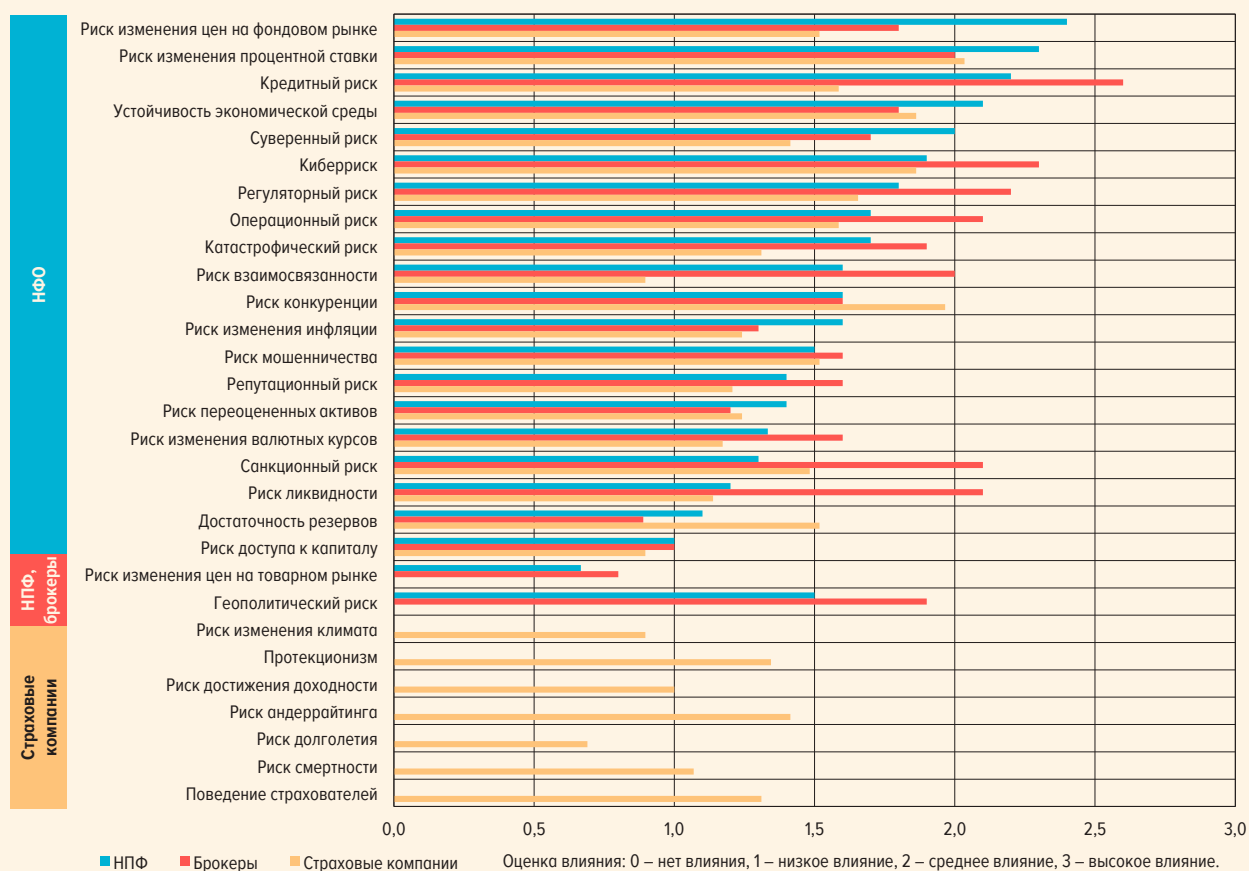
### Врезка 5. Результаты обследования рисков некредитных финансовых организаций

В I квартале 2021 г. Банк России провел анкетирование крупнейших некредитных финансовых организаций (31 страховой компании, 10 НПФ и 10 брокеров) на предмет их оценки вероятности реализации и влияния на их бизнес ключевых финансовых рисков (рис. 38).

По мнению участников опроса, в 2020 г. в условиях наблюдавшегося периода повышенной рыночной волатильности основным риском для НФО был рыночный риск (фондовый и процентный). Кредитный риск также представляется значимым как для брокерских организаций (ввиду превалирования на балансе требований по сделкам репо и выданных займов), так и для НПФ (ввиду преобладания в структуре портфелей долговых ценных бумаг). Однако вероятность реализации кредитного риска оценена участниками опроса как низкая в связи с наличием обеспечения по сделкам репо и выданным займам в рамках брокерской деятельности, а также в связи с поддержанием достаточно высокого кредитного качества активов у страховщиков и НПФ.

#### РЕЗУЛЬТАТЫ АНКЕТИРОВАНИЯ НФО (БАЛЛЫ)

Рис. 38



Источник: данные опроса Банка России.

<sup>50</sup> В связи с ростом актуарной стоимости будущих страховых выплат.



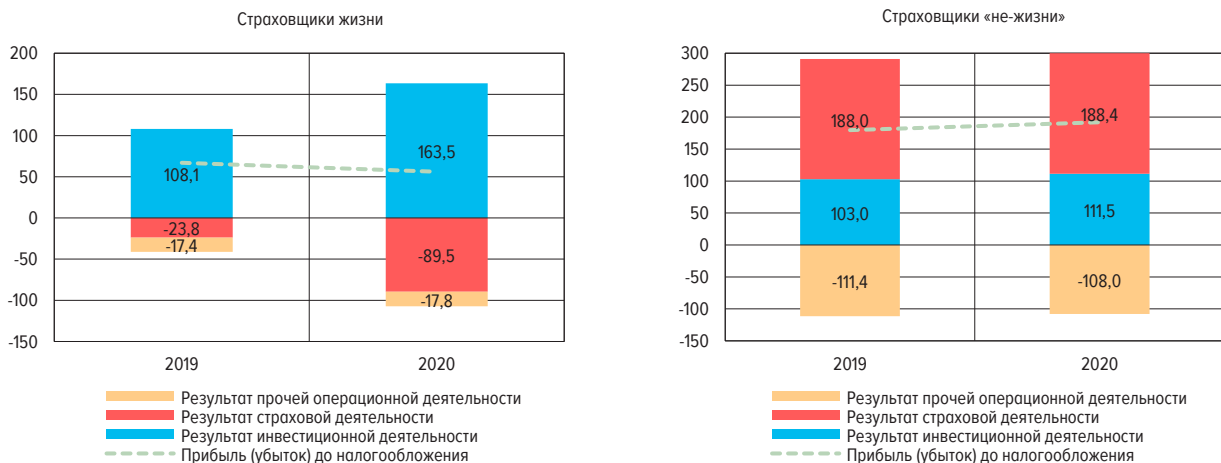
В 2020 г. многие НФО отметили рост значимости киберрисков. При этом наиболее актуальны они для брокерских организаций (5 из 10 брокеров оценивают влияние киберрисков на деятельность компании как высокое), что в первую очередь связано с цифровизацией бизнеса, внедрением новейших информационных технологий и торговых роботов. Кроме того, по результатам опроса среди основных рисков брокерских компаний выделяется риск ликвидности. Его влияние оценивается как высокое, а вероятность реализации на фоне высоких значений показателя краткосрочной ликвидности (ПКЛ) – как низкая. Для брокерских организаций немаловажное значение имеют также санкционный и геополитический риски.

В топ-3 ключевых рисков страховых компаний вошел риск, связанный с увеличением конкурентного давления, которое, в частности, усиливается в результате формирования банковско-страховых групп и финансовых экосистем, роста роли государства в банковской и страховой системах, активной борьбы крупнейших игроков на рынке. В 2020 г. доля топ-3 страховщиков, связанных с государственными банками, возросла до 31,1% (+2,4 п.п.). Климатические риски по результатам анкетирования не входят в число приоритетных рисков страховых компаний.

Значимость страхового риска была оценена страховыми компаниями как низкая либо средняя. Напротив, НПФ (6 из 10 опрошенных компаний) отдельно выделили существенное влияние актуарного риска, связанного с увеличением стоимости обязательств в результате изменения оценок будущих денежных потоков по договорам с клиентами НПФ (вкладчиками, участниками, застрахованными лицами).

#### ФОРМИРОВАНИЕ ПРИБЫЛИ СТРАХОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ ЗА 2019 – 2020 ГОДЫ (МЛРД РУБ.)

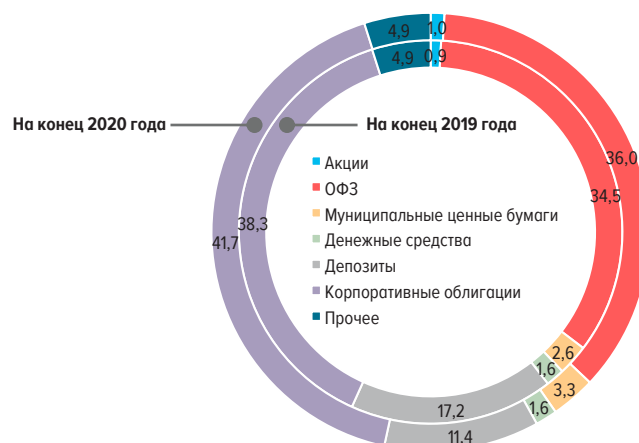
Рис. 39



Источник: данные бухгалтерской (финансовой) отчетности страховщиков (по форме 0420126).

#### СТРУКТУРА ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ СТРАХОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ (%)

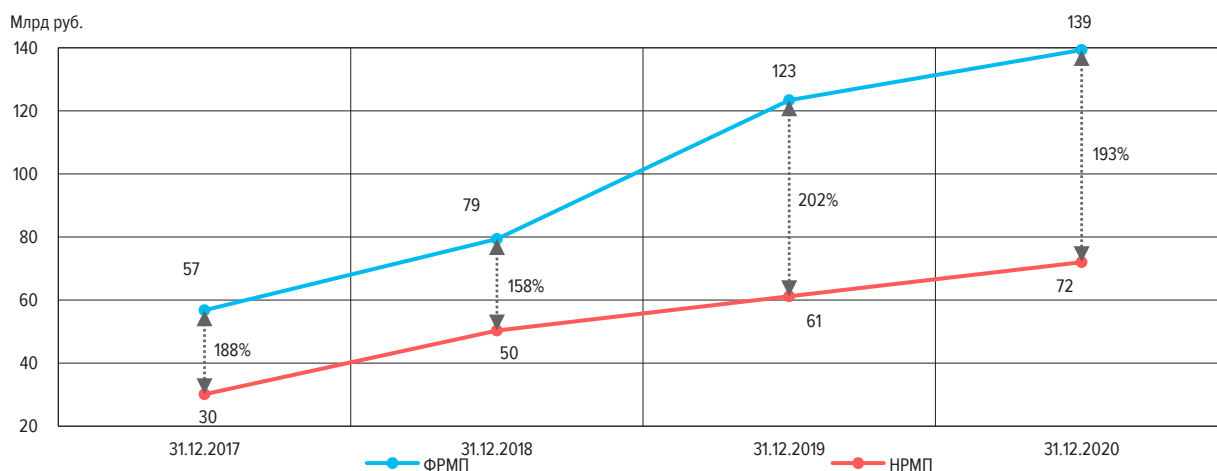
Рис. 40



Источник: данные надзорной отчетности страховщиков (по форме 0420154).

## ОТНОШЕНИЕ ФРМП К НРМП СТРАХОВЩИКОВ ЖИЗНИ

Рис. 41



Примечание: ФРМП – фактический размер маржи платежеспособности; НРМП – нормативный размер маржи платежеспособности.  
Источник: данные надзорной отчетности страховщиков (по форме 0420156).

На фоне низких процентных ставок в 2020 г. страховщики жизни корректировали свои инвестиционные портфели в поисках инструментов с более высокой доходностью. Вследствие этого за год страховщики жизни сократили вложения в депозиты (-5,8 п.п.) в пользу корпоративных облигаций (+3,4 п.п.) и ОФЗ (+1,6 п.п.) (рис. 40). При этом среднее кредитное качество активов страховщиков жизни по итогам 2020 г. находилось на высоком уровне, приближаясь к уровню суверенного рейтинга. Среднее кредитное качество активов страховщиков «нежизни» к концу 2020 г. восстановилось до значений 2019 г., превысив уровень «А/А-» по рейтинговой шкале агентств «Эксперт РА» и АКРА.

### Врезка 6. Влияние новых правил регулирования инвестиционных продуктов на страховые компании и брокерские организации

В рамках защиты прав и законных интересов инвесторов Банк России в декабре 2020 г. рекомендовал профучастникам рынка ценных бумаг и банкам, которые выступают их агентами, до введения обязательного тестирования на предмет понимания рисков предлагаемых финансовых инструментов не продавать неквалифицированным розничным инвесторам сложные и рискованные финансовые инструменты (в том числе деривативы и сложные облигации), а также не предлагать им маржинальную торговлю. В январе 2021 г. рекомендации были распространены на страховые компании и договоры страхования с инвестиционной составляющей, предусматривающие внесение единовременного страхового взноса, и (или) по которым выплата инвестиционного дохода зависит от изменения значений базовых активов, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

Данная мера направлена на борьбу с мисселингом и должна способствовать отказу от недобросовестных бизнес-практик, пересмотру протоколов продаж и агентских взаимоотношений у брокерских организаций и страховых компаний. Если профучастники имеют в своем арсенале широкий спектр альтернативных инвестиционных продуктов (в частности, активно растут вложения физических лиц в иностранные ценные бумаги, см. подраздел 3.2.1), то страховщики жизни могут заниматься исключительно личным страхованием. За I квартал 2021 г. сборы премий по инвестиционному страхованию жизни (ИСЖ) и накопительному страхованию жизни (НСЖ) составили 79 млрд руб. (+3% по сравнению с I кварталом 2020 г.). В условиях замедления притока денежных средств страховщикам жизни придется поддерживать определенный уровень операционных расходов и расходов на ведение страховых операций на долгосрочном горизонте, поскольку значительная доля страховых резервов по страхованию жизни сформирована на длительные сроки. На конец 2020 г. страховщики обладали достаточным запасом капитала для поддержания бизнеса (показатель отклонения фактической маржи платежеспособности от нормативного значения у страховщиков жизни составил 193%).

Кроме того, в Банке России обсуждаются минимальные условия осуществления страхования с инвестиционной составляющей. В частности, рассматривается возможность усиления страховой защиты,

а также защиты капитала на случай отказа от полиса до уплаты третьего взноса по договорам с периодическими взносами, а по договорам с единовременным взносом – в течение 30 дней. 19 мая 2021 г. Государственной Думой принят Федеральный закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (проект № 1098730-7), предусматривающий следующее: возложение на финансовые организации обязанности по преддоговорному раскрытию информации об условиях финансовой услуги; полномочие Банка России по ограничению продаж финансовых продуктов в случае нарушения финансовой организацией информационных обязанностей либо если финансовая услуга сложна для понимания физическим лицом в отсутствие знаний и опыта в области финансов; в случае существенной угрозы правам и законным интересам физических лиц – полномочие Банка России по возложению на финансовые организации обязанности по направлению в адрес физических лиц безотзывной оферты о приобретении за свой счет всего переданного по договору либо по возврату всего полученного по договору, а также по возмещению всех расходов, понесенных физическим лицом при заключении договора. Названные меры призваны повысить качество финансовых услуг. В то же время обязанность обратного выкупа (при существенном нарушении прав и законных интересов клиентов – физических лиц) потенциально может спровоцировать рост риска незапланированной продажи активов со стороны профучастников. При этом качественное наполнение портфеля активов брокеров и их высокая ликвидность позволяют снизить вероятность и смягчить последствия реализации данного риска.

В 2021 г. страховая отрасль готовится к реформе регулирования, предполагающей установление риск-ориентированного подхода к определению показателя платежеспособности, вводимого в действие Положением Банка России от 10.01.2020 № 710-П «Об отдельных требованиях к финансовой устойчивости и платежеспособности страховщиков»<sup>51</sup>. Новый подход призван повысить требования к качеству активов и достаточности капитала страховых компаний, сделав их более чувствительными к различным рискам и приведя их в соответствие с лучшей международной практикой.

**НПФ.** Ситуация в отрасли НПФ оставалась стабильной: результаты инвестирования средств пенсионных накоплений (ПН) НПФ и размещения средств пенсионных резервов (ПР) НПФ по итогам 2020 г. составили 7,2 и 5,8% годовых<sup>52</sup> соответственно. Результаты переходной кампании 2020 г. оказались значительно ниже итогов переходных кампаний прошлых лет. Величина средств ПН, переданных НПФ в другие НПФ, составила около 5 млрд руб., тогда как по итогам переходной кампании 2018 г. перетоки между НПФ достигали 72 млрд рублей.

Величина рыночного риска НПФ за 2020 г. снизилась, что было связано с сокращением доли активов с повышенным риском, в том числе паев ПИФ. В целом НПФ придерживаются консервативной стратегии инвестирования: основная доля вложений НПФ по состоянию на конец 2020 г. приходилась на корпоративные облигации (52,9 и 47,1% в портфелях ПН и ПР соответственно) – преимущественно облигации ведущих российских корпораций реального сектора. Доля государственных ценных бумаг по портфелю ПН составила 30,9%, по портфелю ПР – 14,0%, увеличившись за IV квартал 2020 г. на 1,4 и 1,9 п.п. соответственно. При этом дюрация рублевых портфелей облигаций ПН и ПР находилась на невысоком уровне – около трех лет. На долю акций приходилось 6,2 и 11,0% в портфелях ПН и ПР соответственно, эмитентами акций являются ведущие российские банки и корпорации реального сектора. Также стоит отметить, что около 29% общей суммы портфелей ПН и ПР приходилось на активы, оцениваемые по амортизированной стоимости и удерживаемые до погашения без последующей переоценки по справедливой стоимости. Кредитное качество активов портфелей пенсионных средств НПФ было на высоком уровне: доля активов с суверенным рейтингом и выше («Ваа3» и выше по шкале Moody's) по итогам 2020 г. составила 79,8 и 70,0% портфеля ПН и ПР соответственно (без учета инвестиционных паев).

<sup>51</sup> Вступает в силу 01.07.2021.

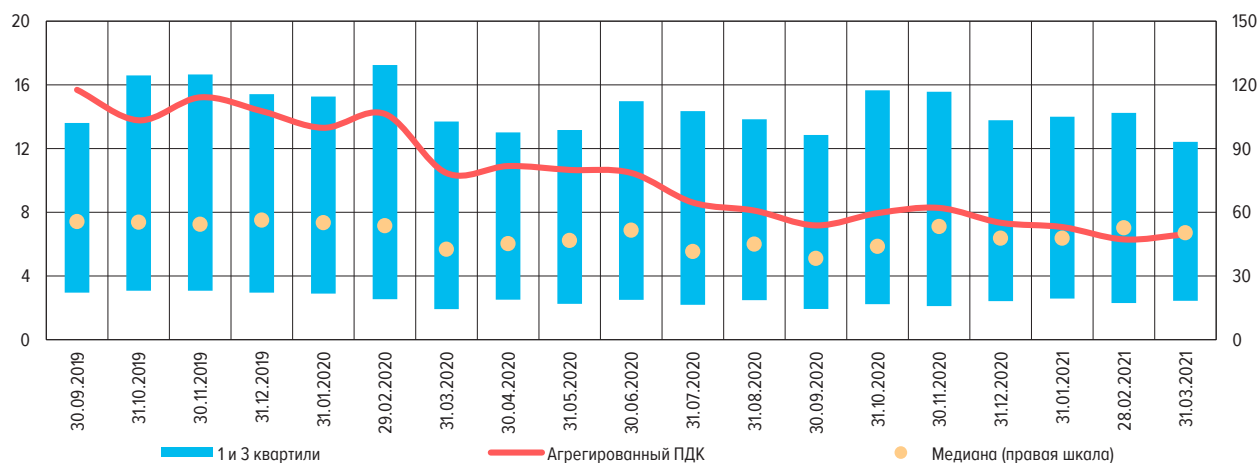
<sup>52</sup> Доходность указана до выплаты вознаграждения управляющим компаниям, специализированному депозитарию и фонду.

**Брокеры – НФО.** В брокерской деятельности сохраняется тенденция роста количества клиентов и объема клиентских активов. За IV квартал 2020 – I квартал 2021 г. объем активов физических лиц увеличился на 27%, до 1995 млрд руб., юридических лиц – на 7%, до 4897 млрд руб. Выручка брокерских компаний от оказания услуг, а также комиссионные доходы за 2020 г. возросли на 38%. В связи с увеличением объема клиентских активов у брокеров выросли риски оттока денежных средств клиентов<sup>53</sup>. Вместе с тем на текущий момент объем ликвидных активов достаточен для покрытия ожидаемых оттоков денежных средств клиентов.

На фоне увеличения клиентской базы растет системная значимость брокеров на фондовом рынке. С целью повышения надежности профессиональных участников рынка ценных бумаг Банк России планирует установить нормативное значение для показателя достаточности капитала (ПДК)<sup>54</sup>. Предполагается поэтапное установление значения<sup>55</sup>, которое с 1 октября 2021 г. будет составлять 4%, с 1 апреля 2022 г. – 6% и с 1 октября 2022 г. – 8%. За последний год агрегированный ПДК брокеров уменьшился на 4 п.п., до 6,6%<sup>56</sup>, что было связано с увеличением объема рыночных рисков, рассчитанных в рамках методологии расчета показателя достаточности капитала. Причиной роста рыночных рисков послужило увеличение объема портфеля ценных бумаг, а также требований и обязательств в иностранной валюте у крупнейших брокеров. При этом значение медианы ПДК возросло на 8 п.п. и по состоянию на конец I квартала 2021 г. находилось на уровне 50%. В целом по брокерам пониженное значение ПДК (менее 4%) наблюдается у шести брокеров.

ДИНАМИКА ПДК БРОКЕРОВ  
(%)

Рис. 42



Источник: данные надзорной отчетности профессиональных участников рынка ценных бумаг (по форме 0420455).

<sup>53</sup> В соответствии с Указанием Банка России от 13.04.2020 № 5436-У «Об установлении обязательного норматива краткосрочной ликвидности для брокера, которому клиентами предоставлено право использования их денежных средств в его интересах» с 1 октября 2021 г. норматив краткосрочной ликвидности для брокеров будет установлен на уровне 70%, с 1 октября 2022 г. – на уровне 80%, с 1 октября 2023 г. – на уровне 100%.

<sup>54</sup> На текущий момент ПУРЦБ обязаны только рассчитывать ПДК.

<sup>55</sup> В соответствии с проектом указания «Об установлении обязательного норматива достаточности капитала для профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих дилерскую, брокерскую деятельность, деятельность по управлению ценными бумагами и деятельность форекс-дилеров» (далее – Проект).

<sup>56</sup> Расчет ПДК осуществлялся с учетом данных отчетности брокерских организаций по состоянию на 31.03.2021, а также корректирующего коэффициента (12,5), который планируется ввести с 1 октября 2021 г. в соответствии с Проектом.

## 3. УЯЗВИМОСТИ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА

### 3.1. Краткосрочные уязвимости финансового сектора

#### 3.1.1. Чувствительность российского долгового рынка к поведению нерезидентов

Одной из уязвимостей российского финансового рынка остается его зависимость от внешнего финансирования, которая особенно заметна при усилении санкционной риторики. В последние годы зависимость финансового рынка от иностранных инвесторов снизилась в условиях погашения внешнего долга корпоративным сектором, сокращения доли нерезидентов на рынке ОФЗ<sup>1</sup>. Однако в периоды волатильности поведение нерезидентов по-прежнему увеличивает амплитуду колебаний на рынке.

США 15 апреля 2021 г. ввели запрет для американских финансовых организаций на приобретение с 14 июня на первичном рынке рублевых облигаций, выпущенных Банком России, Фондом национального благосостояния (ФНБ) или Минфином России, а также на предоставление им ссуд. Подобные ограничения в отношении суверенных еврооблигаций действуют с 2019 года. Реакция рынка непосредственно на само решение была незначительна<sup>2</sup>, доходности ОФЗ в ожидании санкций выросли на 25 базисных пунктов<sup>3</sup>. Потенциал дальнейшего усиления санкций может стимулировать нерезидентов к дополнительным шагам. Тем не менее в целом влияние санкций, даже в случае их ужесточения, по всей видимости, будет кратковременным и ограниченным из-за сильных фундаментальных показателей российского рынка.

#### РОСТ ДОХОДНОСТЕЙ НА РЫНКЕ ОФЗ С НАЧАЛА 2021 ГОДА

К началу IV квартала 2020 г. доходности 10-летних ОФЗ достигли уровня 6,3% и опустились до конца года на 36 базисных пунктов. Однако в I квартале 2021 г. из-за роста доходностей на глобальном рынке и ускорения инфляционных ожиданий в США, России и ряде других стран<sup>4</sup> наблюдалась смена тенденции (рис. 43). Рост доходностей 10-летних ОФЗ составил 122 б.п., в том числе из-за ожиданий новых санкций. Среди 15 стран СФР по уровню роста доходностей в I квартале 2021 г. Россия занимает шестое место, в среднем по выборке доходности увеличились на 120 б.п. (рост доходности казначейских облигаций США составил 0,79 п.п.; см. раздел 1). Введение новых санкционных ограничений в отношении российского рублевого долга не отразилось на доходности ОФЗ, так как большая часть роста уже была учтена в период обсуждений возможных санкций в марте-апреле (за две недели после объявления санкций доходности в среднем по кривой выросли на 4 б.п.).

<sup>1</sup> Начиная с марта 2020 года.

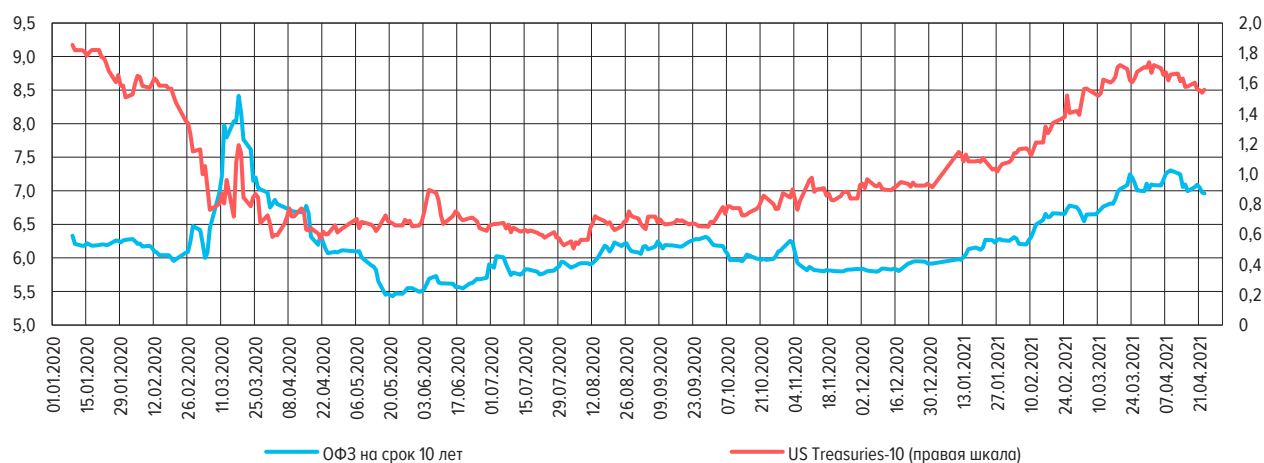
<sup>2</sup> Доходности ОФЗ за два дня после объявления санкций снизились на 7 базисных пунктов. С 15 по 21 апреля снижение доходностей ОФЗ составило 3 б.п., нерезиденты продали ОФЗ на 43 млрд руб., рубль ослаб на 0,1%.

<sup>3</sup> С 17 марта по 14 апреля.

<sup>4</sup> В некоторых странах СФР (Филиппины, Бразилия, Турция) также отмечался рост инфляционных ожиданий.

ДИНАМИКА ДОХОДНОСТЕЙ 10-ЛЕТНИХ ГОСОБЛИГАЦИЙ РОССИИ И США  
(%)

Рис. 43



Источник: Bloomberg.

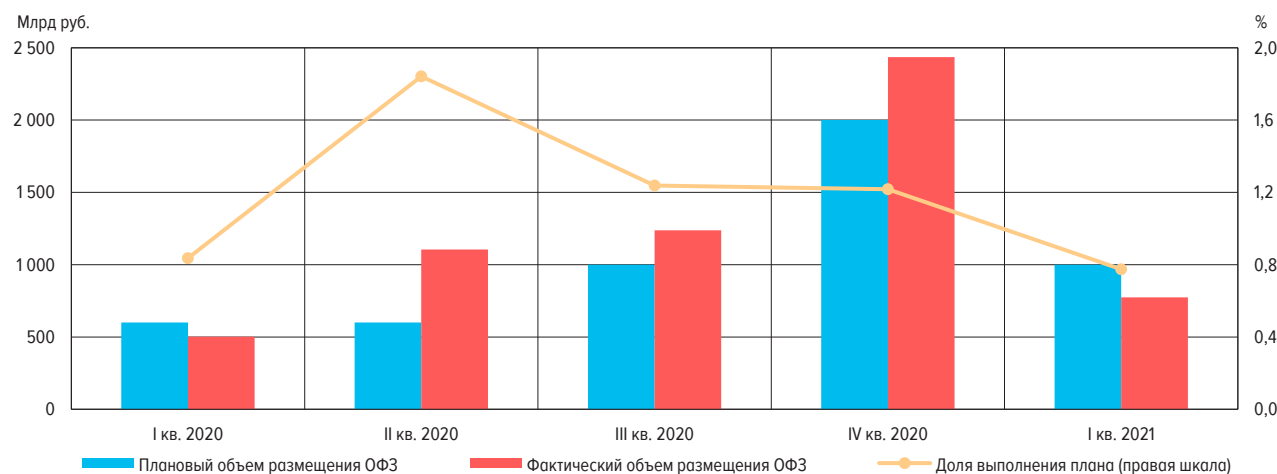
**ВЫПОЛНЕНИЕ ПЛАНА МИНФИНА РОССИИ ПО ПРИВЛЕЧЕНИЮ СРЕДСТВ ЧЕРЕЗ АУКЦИОНЫ ОФЗ**

Рост доходностей государственных облигаций сопровождался снижением спроса на аукционах ОФЗ. В целом за I квартал 2021 г. объем размещений составил 774 млрд руб. вместо запланированного 1 трлн руб. (рис. 44). Размещения на рынке ОФЗ переориентировались на инструменты с фиксированной доходностью (ОФЗ-ПД, ОФЗ-ИН). Также нерезиденты с февраля 2021 г. начали продажи ОФЗ, и за весь период с начала 2021 г. по 23 апреля объемы их вложений (по данным НРД) снизились на 334,6 млрд руб., а доля их вложений сократилась на 4,0 п.п., до 18,7% (доля в ОФЗ-ПД составила 28,9%) (рис. 45). Однако в абсолютных величинах объем вложений нерезидентов в ОФЗ в последние несколько лет менялся незначительно: с 2019 г. он в среднем составил 2,7 трлн рублей.

Успешное размещение значительных объемов ОФЗ в 2020 г. и более динамичное поступление базовых нефтегазовых доходов (на фоне роста цен на сырье во втором полугодии 2020 г.) позволили Минфину России сохранить часть привлеченных средств. За счет использования свободных остатков средств по итогам 2020 г. объем государственных внутренних заимствований в 2021 г. будет сокращен на 875 млрд руб., до 1,807 трлн рублей. Снижение заимст

## ВЫПОЛНЕНИЕ КВАРТАЛЬНЫХ ПЛАНОВ РАЗМЕЩЕНИЯ ОФЗ

Рис. 44

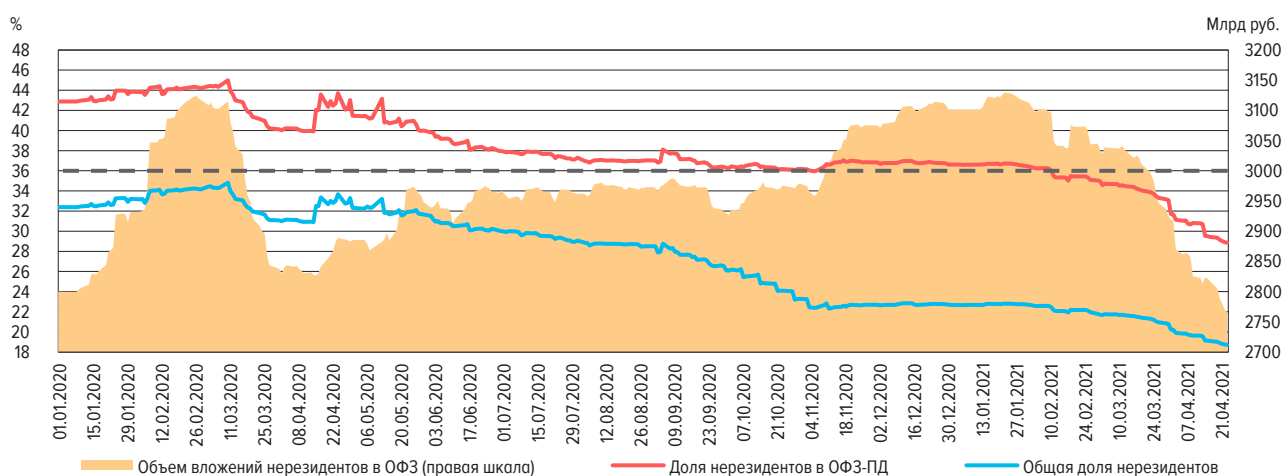


Источник: Минфин России.



## ДИНАМИКА ОБЪЕМА ОФЗ У НЕРЕЗИДЕНТОВ НА СЧЕТАХ ИНОСТРАННЫХ ДЕПОЗИТАРИЕВ

Рис. 45



Источники: НКО АО НРД.

ний до уровня, соответствующего структурному первичному дефициту федерального бюджета в размере около 0,5% ВВП, положительно скажется на долгосрочных процентных ставках в экономике и позволит гибко реагировать на возможные санкционные риски и вызовы, связанные с пандемией. С учетом этого снижения план заимствований Минфина на 23 апреля уже выполнен на 47% от валового объема<sup>5</sup> (привлечено 1,27 трлн руб.)

### ОЦЕНКА УЯЗВИМОСТИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА ПРИ УЖЕСТОЧЕНИИ САНКЦИОННЫХ ОГРАНИЧЕНИЙ

Исходя из объемов нетто-размещений, закрепленных в Основных направлениях бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2021 год и на плановый период 2022 и 2023 годов и пресс-релизе Минфина России от 15.04.2021 «О мерах по укреплению стабильности на рынке государственного долга», Минфин планирует разместить ОФЗ на сумму 1,807 трлн руб.<sup>6</sup> (рис. 46). На реализацию новых расходов в связи с Посланием Президента Российской Федерации Федеральному Собранию Российской Федерации от 21 апреля потребуются около 400 млрд руб. без необходимости дополнительных заимствований, так как расходы будут проводиться в рамках тех средств, которые есть в бюджете<sup>7</sup>.

В условиях ограничения возможности для американских нерезидентов инвестировать в ОФЗ на первичном рынке необходимо оценить возможности отечественных компаний профинансировать размещения ОФЗ в размере 1,964 трлн руб. с учетом оставшихся нетто-размещений в размере 1,080 трлн руб. и оставшихся объемов погашений в 2021 г. в размере 884 млрд рублей.

По состоянию на 01.04.2021 российский банковский сектор владеет ОФЗ на сумму 8,1 трлн руб.<sup>8</sup>, что составляет всего 7,5% от объема активов сектора. Даже если до конца года локальные банки выкупят весь плановый объем размещения Минфина России (с учетом уже купленной части ОФЗ в I квартале 2021 г.), то этот показатель возрастет всего на 1,8 п.п., до 9,3%, что является умеренным уровнем по сравнению с аналогичным показателем в других странах. Покупки ОФЗ необходимы банкам для поддержания сбалансированного уровня ликвидных активов на своем балансе, в частности для выполнения НКЛ (см. подраздел 2.3).

<sup>5</sup> Рассчитано как сумма нетто-размещений (1807 млрд руб.) и погашений в 2021 г. (884 млрд руб.).

<sup>6</sup> Согласно Основным направлениям бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2021 год и на плановый период 2022 и 2023 годов, объем равен 2681,6 млрд руб.; сокращение, исходя из пресс-релиза, составит 875 млрд рублей.

<sup>7</sup> См. интервью Министра финансов Российской Федерации от 21 апреля информационному агентству ТАСС.

<sup>8</sup> По данным формы отчетности 0409711.

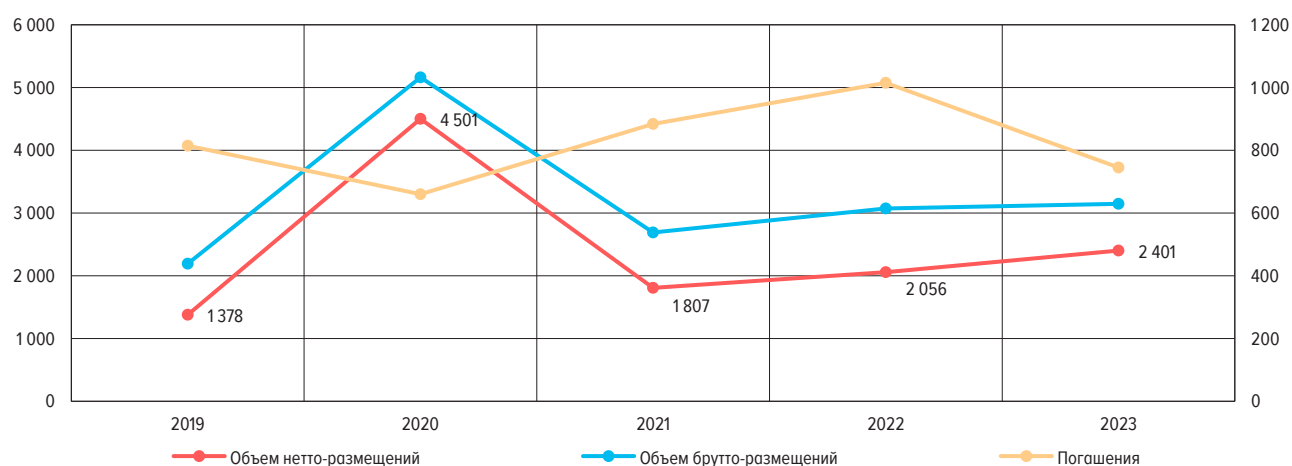
ДОЛЯ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ В АКТИВАХ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА РЯДА СФР (%)

Табл. 7

Дата	Страна	Доля
Март 2021 г.	Румыния	22,3
Март 2021 г.	Венгрия	19,5
Март 2021 г.	Польша	17,7
Февраль 2021 г.	ЮАР	9,8
Март 2021 г.	Мексика	8,4
Апрель 2021 г.	Россия	7,5

ПРИРОСТЫ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ВНУТРЕННИХ ЗАИМСТВОВАНИЙ МИНФИНА РОССИИ В ДИНАМИКЕ ПО ГОДАМ (МЛРД РУБ.)

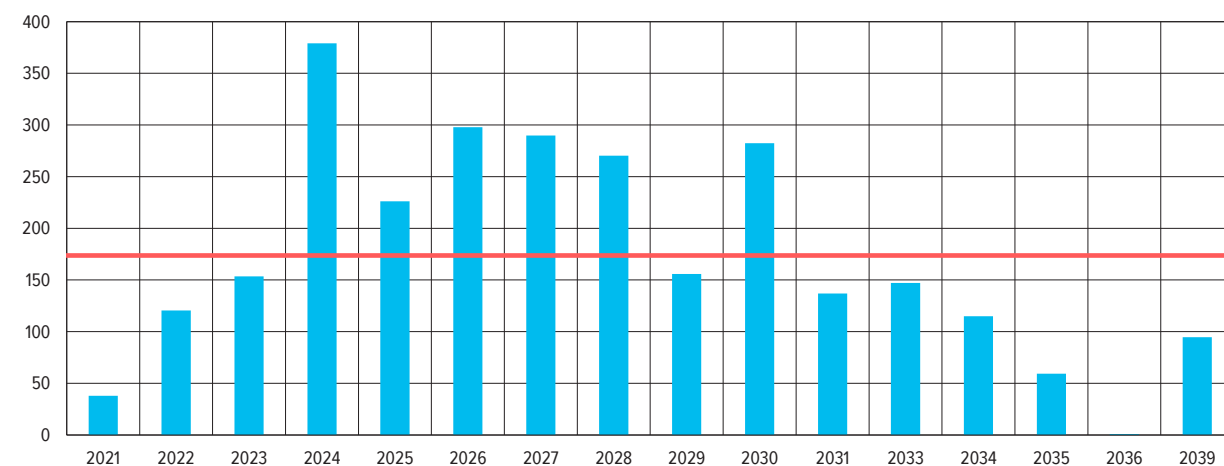
Рис. 46



Примечание: размещения в 2021 г. с учетом пресс-релиза Минфина России от 15.04.2021 «О мерах по укреплению стабильности на рынке государственного долга».  
Источники: Минфин России, НКО АО НРД.

ОБЪЕМ ПОГАШЕНИЙ ПОРТФЕЛЯ ОФЗ У НЕРЕЗИДЕНТОВ (МЛРД РУБ.)

Рис. 47



Примечание: красная линия показывает среднее значение погашений.  
Источники: НКО АО НРД, Cbonds.ru.

## СТРАНОВАЯ РАЗБИВКА ВЛОЖЕНИЙ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ

Табл. 8

	Страна	Доля на 01.04.2021 (%)	01.04.2021 (млрд руб.)	01.01.2021 (млрд руб.)	01.10.2020 (млрд руб.)	Доля на 01.10.2020 (%)	Изменение за два квартала (млрд руб.)	Изменение, доля за два квартала (п.п.)
1	США	40	1113	1233	1176	41	-62	-1
2	Великобритания	27	762	866	910	31	-148	-4
3	Бельгия	7	209	220	220	8	-11	0
4	Сингапур	7	207	202	174	6	33	1
5	Люксембург	5	142	177	174	6	-32	-1
6	Китай	4	120	105	68	2	52	2
7	Германия	2	63	63	43	1	20	1
8	Россия	2	58	11	18	1	40	1
9	Франция	1	31	68	42	1	-11	0
10	ОАЭ	1	23	0	0	0	23	1
	Прочие	3	79	87	77	3	2	0
	Всего	100	2 806	3 032	2 901	100	-94	

Источник: депозитарная отчетность Euroclear.

За отчетный период инвесторы с наибольшими долями (из США и Великобритании) сократили вложения в ОФЗ на 1 и 4% и их доли в объеме позиций нерезидентов составили 40 и 27% соответственно (табл. 8). Приросты вложений в ОФЗ наблюдались среди инвесторов из Китая, Сингапура и ОАЭ (52, 33 и 23 млрд руб. соответственно), а также российских юридических лиц (40 млрд руб.), которые выводят ОФЗ в иностранные депозитарии для клиентов-нерезидентов. В целом это показывает, что ОФЗ интересны для иностранных инвесторов из разных стран и что происходит процесс страновой диверсификации базы инвесторов в ОФЗ.

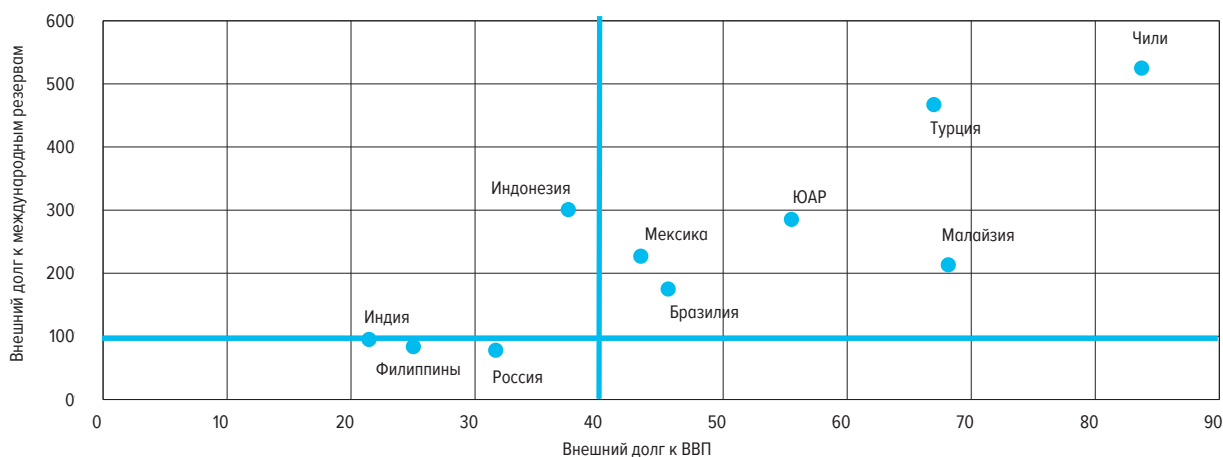
Объемы погашений портфеля ОФЗ у нерезидентов достаточно равномерно распределены во времени, что сглаживает возможные риски от усиления санкций (рис. 47). В 2021–2024 гг. будет происходить нарастание объемов погашений с пиком погашений в 2024 г. в объеме 379 млрд рублей. В среднем объем погашений ОФЗ у нерезидентов составляет 173 млрд руб. в год. Тем не менее нерезиденты чаще всего не держат ОФЗ до погашения и можно ожидать досрочных продаж ОФЗ нерезидентами.

Рынок ОФЗ в 2020 г., а также в предыдущие моменты повышенной волатильности демонстрировал устойчивость к шокам и выходу нерезидентов, что было обусловлено низким уровнем государственного долга и достаточным спросом со стороны внутренних инвесторов.

## ОТНОШЕНИЕ ВАЛЮТНЫХ РЕЗЕРВОВ К ВВП ПО СФР В ДИНАМИКЕ

Рис. 48

(%)



Источники: Минфин России, НКО АО НРД.

За 2020 г. отношение государственного долга к ВВП выросло на 4,8 п.п. и на конец года составило 17,1% (а включая региональный долг, рост составил 5,7 п.п., до 20,4% на конец 2020 г.), однако даже с учетом новых размещений это остается наименьшим показателем уровня долга в странах «Группы двадцати».

По макрофинансовым показателям внешней долговой устойчивости Россия также одна из наиболее устойчивых стран по выборке СФР: соотношение внешней долговой нагрузки к международным резервам является наименьшим, а по показателю внешнего долга к ВВП Россия находится на третьем месте (рис. 48). Возможность покрыть свой внешний долг международными резервами (линия 100%) и отношение внешнего долга к ВВП меньше 40%<sup>9</sup> являются критериями долговой устойчивости стран.

Таким образом, учитывая макрофинансовые показатели долговой устойчивости России, равномерность погашения ОФЗ нерезидентами во времени и их снизившуюся долю в ОФЗ, наличие и возможность увеличения спроса на ОФЗ со стороны локальных участников, российский долговой рынок обладает достаточным запасом устойчивости, в том числе к возможному усилению санкций. В то же время Банк России продолжает активный мониторинг рисков на российском долговом рынке и в случае необходимости готов реализовать пакет мер, который демонстрировал эффективность в предыдущие периоды повышенной волатильности.

### **3.1.2. Процентные риски банковского сектора**

**Подверженность банковского сектора процентному риску в отчетный период осталась в целом неизменной, однако при этом увеличилась вероятность реализации риска в силу разворота динамики ставок в сторону роста. В условиях отрицательного процентного гэпа рост ставок ведет к снижению чистого процентного дохода банков.**

Процентный риск по банковскому портфелю, вероятно, может оказать умеренно негативное влияние на ЧПД банковского сектора. С 01.10.2020 по 01.04.2021 оценка величины процентного риска в рублях на горизонте одного года (в гипотетическом случае повышения ставок на 200 б.п.<sup>10</sup>) в целом банковскому сектору снизилась с 143<sup>11</sup> до 128 млрд руб. (что эквивалентно 3,5% ЧПД банковского сектора за 2020 г.). Данная «базовая» оценка рассчитана без учета каких-либо поведенческих корректировок в отношении возможного досрочного погашения или востребования активов и обязательств, а также не всегда учитывает подверженность платных текущих счетов процентному риску<sup>12</sup>. С учетом соответствующих корректировок «консервативная» оценка величины снижения ЧПД при указанном увеличении ставок может достигать 317 млрд руб. на горизонте одного года (или около 8,8% ЧПД банковского сектора). При этом основная часть процентного риска<sup>13</sup> сосредоточена в российских<sup>14</sup> СЗКО (84% изменения ЧПД бан-

<sup>9</sup> Пороговые значения, предлагаемые МВФ в аналитических целях: 30% – низкая, 40% – средняя и 50% – высокая степени риска.

<sup>10</sup> Величина параллельного сдвига ставок в соответствии с порядком составления формы отчетности 0409127 (Указание Банка России №4927-У).

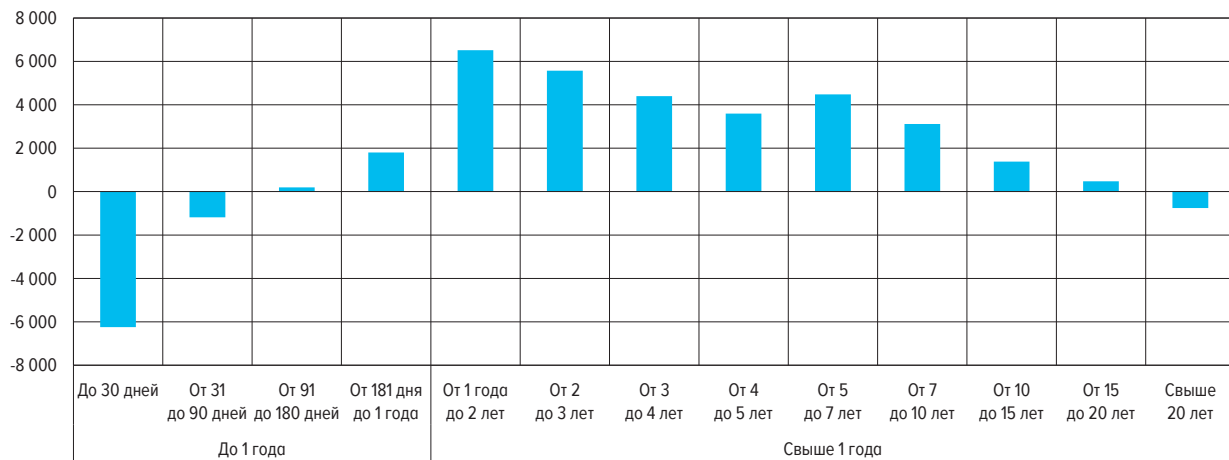
<sup>11</sup> Объем процентных активов и, соответственно, величина процентного гэпа по состоянию на 01.10.2020 были скорректированы для устранения влияния технического фактора на динамику гэпа (в IV квартале 2020 – I квартале 2021 г. отдельные крупные кредитные организации скорректировали методику учета кредитов с плавающими ставками в отчете по форме 0409127, реклассифицировав такие кредиты во временные интервалы «от 0 до 30 дней» и «от 31 до 90 дней» в соответствии со сроками пересмотра ставки, как это предусмотрено порядком составления формы отчетности 0409127, тогда как ранее указанные кредитные организации отражали кредиты с плавающей ставкой во временных интервалах, соответствующих сроку до погашения данных кредитов).

<sup>12</sup> В силу особенностей заполнения банками формы отчетности 0409127 (Указание Банка России №4927-У).

<sup>13</sup> Здесь имеется в виду процентный риск по банковскому портфелю (ПРБП) в части гэп-риска, рассчитываемого по форме отчетности 0409127. Потенциальные потери от переоценки торгового портфеля в данном расчете не учитываются.

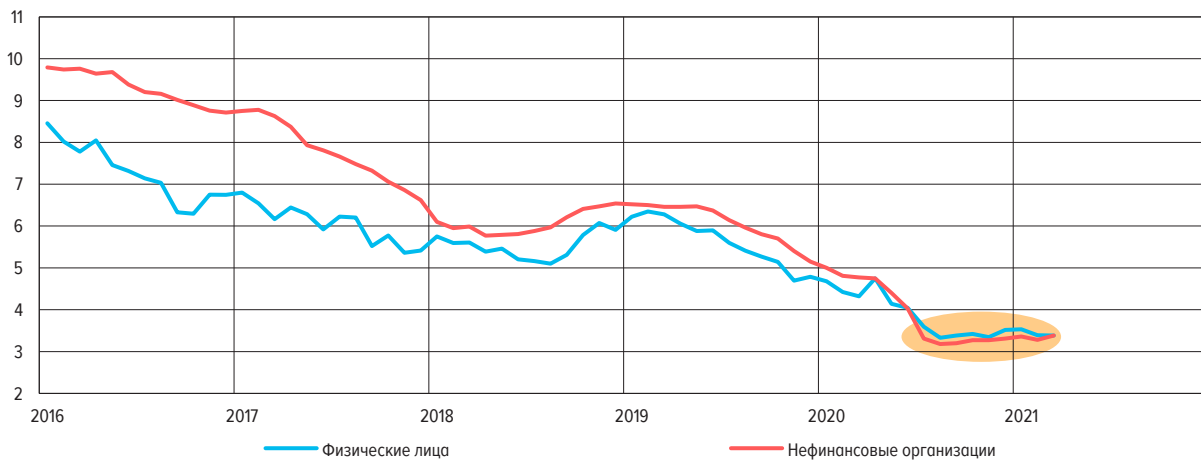
<sup>14</sup> Под российскими СЗКО здесь и далее имеются в виду СЗКО, не являющиеся дочерними банками иностранных финансовых организаций.

**ВЕЛИЧИНА ПРОЦЕНТНОГО ГЭПА ПОРТФЕЛЯ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА ПО ОПЕРАЦИЯМ В РУБЛЯХ ПО СОСТОЯНИЮ НА 01.04.2021 (БАЗОВАЯ ОЦЕНКА, БЕЗ ПОВЕДЕНЧЕСКИХ И ПРОЧИХ КОРРЕКТИРОВОК)** Рис. 49  
(МЛРД РУБ.)



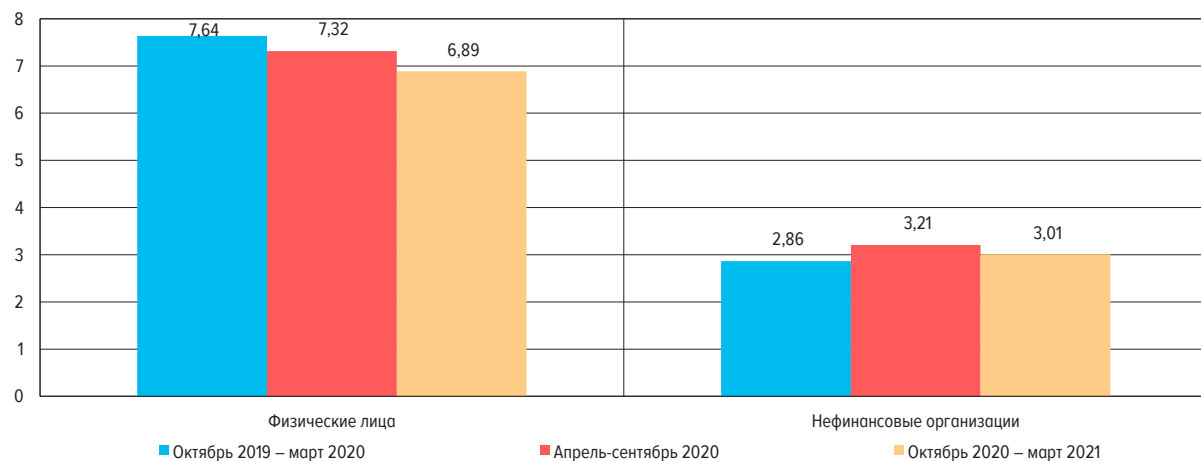
Источник: форма отчетности 0409127.

**СТАВКИ ПО ВНОВЬ ПРИВЛЕЧЕННЫМ ДЕПОЗИТАМ В РУБЛЕВОМ СЕГМЕНТЕ** Рис. 50  
(%)



Источник: форма отчетности 0409129.

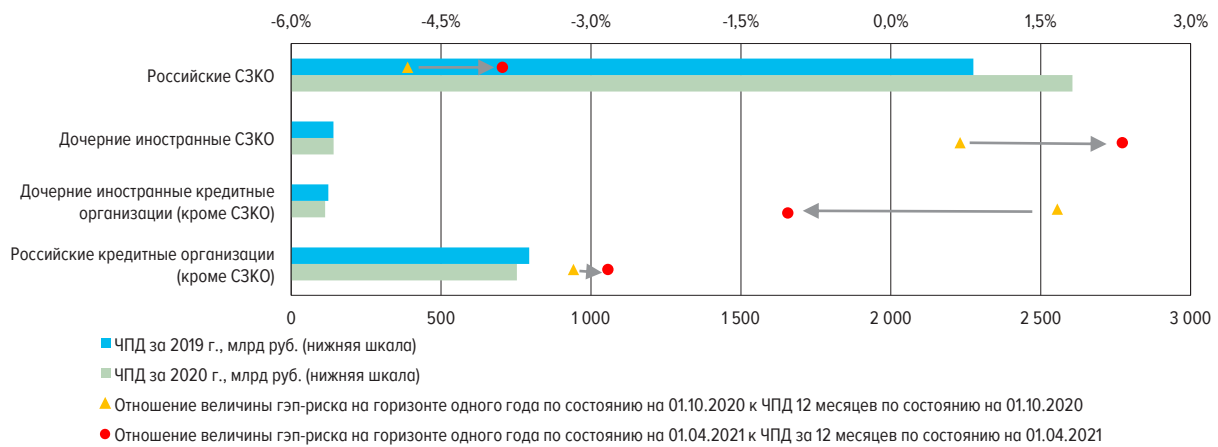
**ПРОЦЕНТНЫЙ СПРЕД В РУБЛЕВОМ СЕГМЕНТЕ** Рис. 51  
(п.п.)



Источник: формы отчетности 0409128, 0409129, 0409303.

ДИНАМИКА ЧПД И ОТНОШЕНИЕ ГЭП-РИСКА НА ГОРИЗОНТЕ ОДНОГО ГОДА К ЧПД  
(ПО БАЗОВОЙ ОЦЕНКЕ, БЕЗ ПОВЕДЕНЧЕСКИХ И ПРОЧИХ КОРРЕКТИРОВОК)

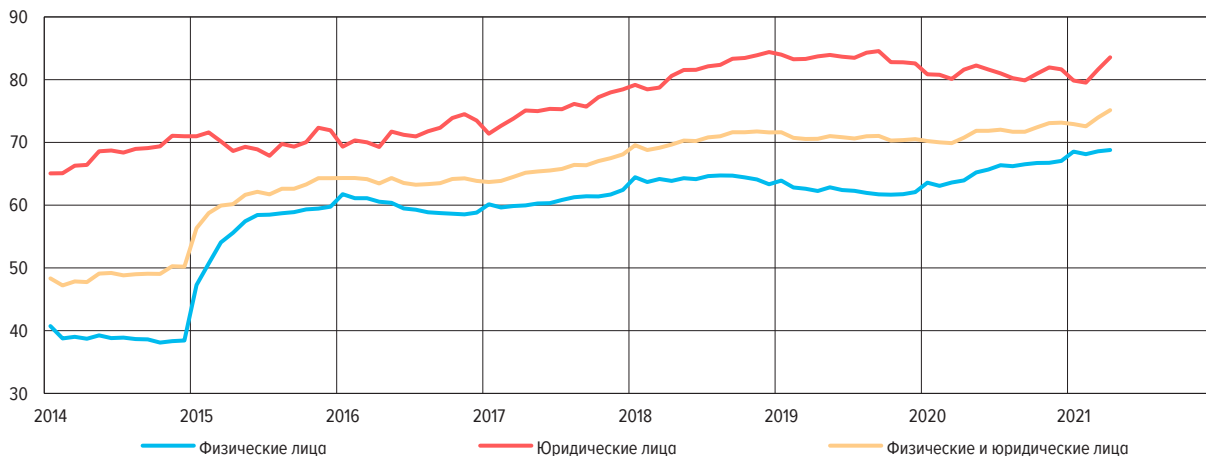
Рис. 52



Источники: формы отчетности 0409102, 0409127.

ДОЛЯ ДЕПОЗИТОВ В РУБЛЯХ СРОКОМ ДО 1 ГОДА В ОБЩЕЙ СТРУКТУРЕ РУБЛЕВЫХ ДЕПОЗИТОВ  
(%)

Рис. 53



Источники: форма отчетности 0409101.

ковского сектора при указанном повышении ставок, что превышает долю российских СЗКО в совокупных активах банковского сектора – 72%). Кроме того, некоторые крупнейшие банки имеют существенные короткие балансовые валютные позиции, которые хеджируются преимущественно краткосрочными производными финансовыми инструментами, что может создать для этих банков дополнительное давление на доходы ввиду роста стоимости хеджирования в случае повышения рублевых ставок.

Начиная со второй половины 2020 г. ставки по вкладам физических лиц и депозитам нефинансовых организаций прекратили снижение и впоследствии начали медленный рост (рис. 50). При этом процентный спред<sup>15</sup> между стоимостью размещения и привлечения несколько снизился (рис. 51), в том числе под влиянием изменения структуры кредитного рынка<sup>16</sup>.

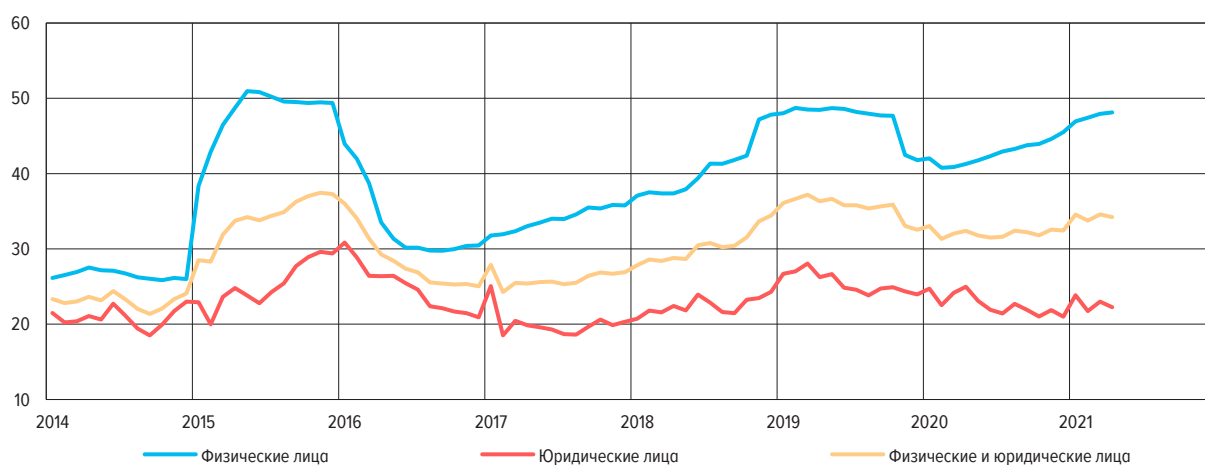
Несмотря на сужение процентного спреда, ЧПД по итогам 2020 г. увеличился, в основном благодаря росту портфеля. При этом отношение величины гэп-риска российских СЗКО

<sup>15</sup> Рассчитан на основе [данных](#), опубликованных на официальном сайте Банка России.

<sup>16</sup> В том числе под влиянием повышения доли ипотеки, выдаваемой по субсидируемой ставке. При этом реальная ставка, получаемая банком по этим кредитам, выше за счет государственной субсидии (не отражается в данных отчетности по ставкам).



ДОЛЯ ДЕПОЗИТОВ В ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЕ СРОКОМ ДО 1 ГОДА В ОБЩЕЙ СТРУКТУРЕ ВАЛЮТНЫХ ДЕПОЗИТОВ (%) Рис. 54



Источник: форма отчетности 0409101.

к их ЧПД за 12 месяцев остается выше, чем в прочих банках (рис. 52), – около 4,0% по состоянию на 01.04.2021. В дочерних иностранных СЗКО процентный гэп – положительный (по состоянию на 01.04.2021 гэп-риск составляет около 1,8% их ЧПД за период с 01.04.2020 по 01.04.2021), то есть повышение ставок будет способствовать росту их ЧПД в отличие от российских банков.

Фактором, увеличивающим подверженность кредитных организаций процентному риску, было продолжающееся сокращение срочности пассивов банков. Доля средств населения, привлеченных на срок до 1 года<sup>17</sup>, в общем объеме привлеченных средств населения за период с 01.10.2020 по 01.04.2021 увеличилась на 2,6 п.п., до 64,4% (в том числе с 66,7 до 68,8% по вкладам в рублях и с 43,9 до 48,1% по вкладам в иностранной валюте, рис. 53–54). В период с 01.10.2020 по 01.04.2021 рост краткосрочных пассивов наблюдался преимущественно в СЗКО. В прочих банках объем краткосрочных обязательств существенно не менялся.

Увеличение зависимости банков от краткосрочного фондирования также влияет на подверженность кредитных организаций риску ликвидности. В условиях роста остатков средств клиентов на счетах и краткосрочных депозитах дефицит ликвидного покрытия за 2020 г. увеличился на 6,0 п.п., до 31,6% на 01.01.2021<sup>18</sup>.

С одной стороны, это являлось одним из последствий изменения предпочтений населения в условиях роста неопределенности в период пандемии, а с другой стороны, было связано с ценовой политикой кредитных организаций. Так, в последнее время на депозитном рынке наблюдался рост предложения накопительных счетов, при этом их доходность зачастую была сопоставима с доходностью срочных вкладов, несмотря на большую привлекательность для вкладчиков с точки зрения возможностей пополнения и востребования. Среднее значение максимальной ставки по вкладам физических лиц в рублях<sup>19</sup>, размещенных на срок свыше 1 года, за 12 месяцев снизилось на 2,0 п.п. к марту 2021 г., в то время как среднее значение максимальной ставки по средствам, привлеченным до востребования, уменьшилось лишь на 1,0 п.п. (рис. 56). В этих

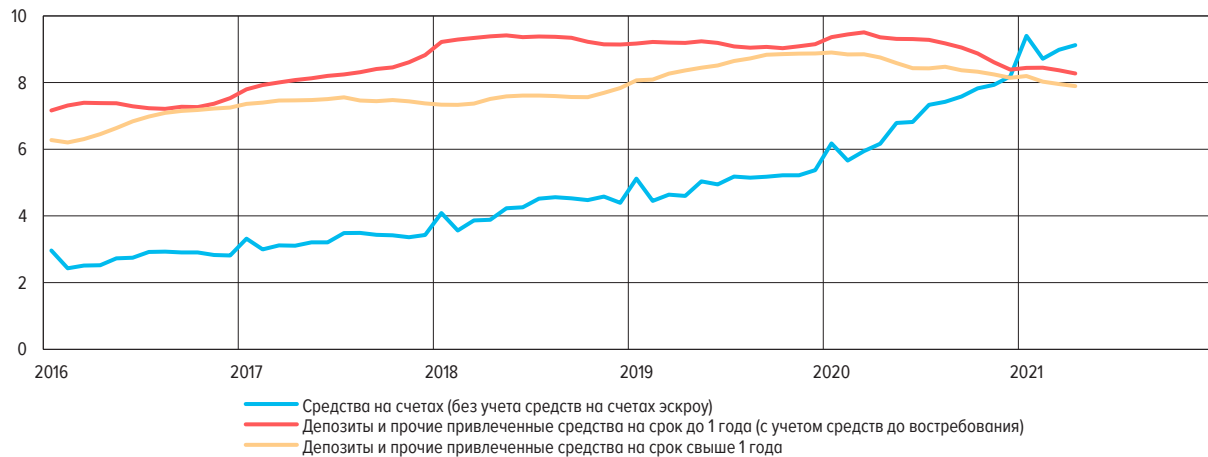
<sup>17</sup> Включая остатки средств на текущих счетах кроме счетов эскроу.

<sup>18</sup> Отношение превышения обязательств со сроком погашения до 30 дней над ликвидными активами аналогичной срочности к величине указанных краткосрочных обязательств (по данным Обзора банковского сектора Российской Федерации).

<sup>19</sup> Согласно [информации](#) о базовом уровне доходности вкладов, опубликованной на официальном сайте Банка России.

СРЕДСТВА ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В РУБЛЯХ  
(ТРЛН РУБ.)

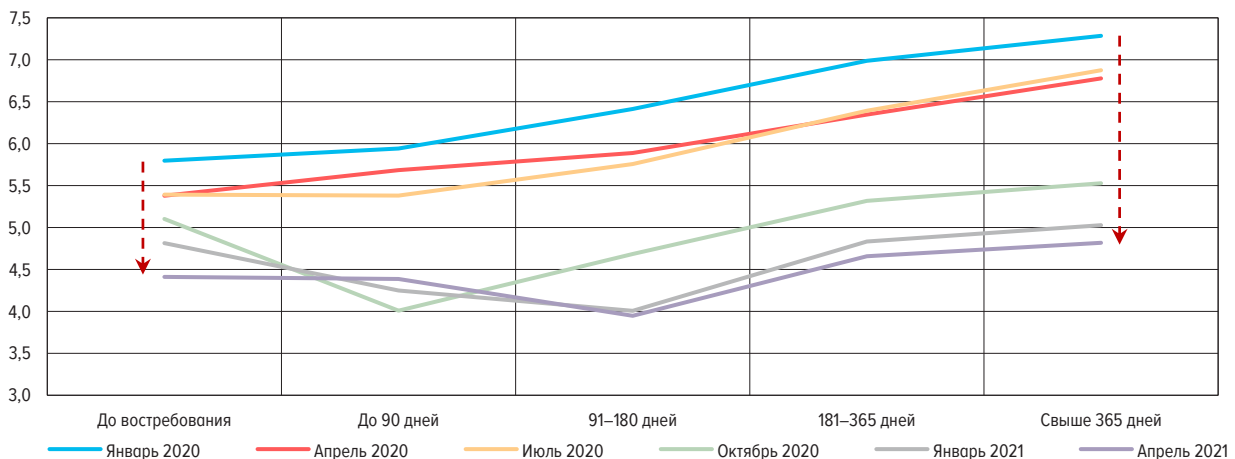
Рис. 55



Источник: форма отчетности 0409101.

БАЗОВЫЙ УРОВЕНЬ ДОХОДНОСТИ ПО ДОГОВОРАМ С ФИЗИЧЕСКИМИ ЛИЦАМИ В РУБЛЯХ  
(%)

Рис. 56



Источник: данные, опубликованные на официальном сайте Банка России.

условиях население замещало срочные депозиты текущими счетами<sup>20</sup>, что было фактором, увеличивающим несбалансированность активов и пассивов кредитных организаций по срочности.

Факторами, уменьшающими подверженность кредитных организаций процентному риску, в отчетный период стали рост кредитования по плавающим ставкам, увеличение объема вложений в облигации с переменным купоном, а также рост использования ПФИ в целях хеджирования процентного риска.

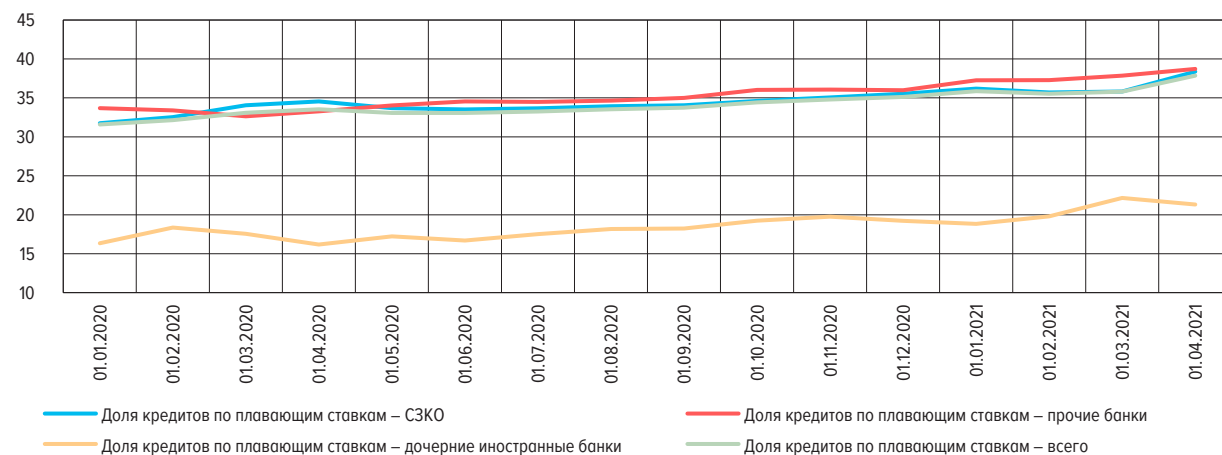
Снижение процентных ставок на российском рынке в последние годы до исторического минимума способствовало формированию стимулов для банков и заемщиков к использованию финансовых инструментов с плавающей процентной ставкой. С 01.01.2020 по 01.04.2021 объем корпоративных рублевых кредитов с плавающей ставкой<sup>21</sup> увеличился на 35,5%, до 12,5 трлн руб., доля таких кредитов выросла с 31,6 до 37,9% (рис. 57). Самой распространенной среди индикаторов

<sup>20</sup> Без учета остатков средств на счетах эскроу.

<sup>21</sup> Расчеты Банка России по данным формы отчетности 0409303 – включая кредиты, предоставленные резидентам и нерезидентам. Доля плавающих корпоративных рублевых кредитов только резидентам на 01.04.2021 составляет 37,5%, объем – 12 трлн рублей.

## ДОЛИ КРЕДИТОВ ПО НЕФИКСИРОВАННЫМ СТАВКАМ В ПОРТФЕЛЕ РУБЛЕВЫХ КРЕДИТОВ НЕФИНАНСОВЫМ ОРГАНИЗАЦИЯМ (%)

Рис. 57



Источник: расчеты Банка России по данным формы отчетности 0409303.

плавающих ставок остается ключевая ставка<sup>22</sup> – в общем портфеле рублевых кредитов ее доля выросла с 24,5% на 01.01.2020 до 27,8% на 01.04.2021, а объем таких займов составил 9,2 трлн рублей. Доля кредитов с привязкой к ключевой ставке в общем объеме кредитов с плавающими ставками составляет 73,4% на 01.04.2021.

На облигационном рынке компании также активно занимают под плавающие ставки – на 01.04.2021 объем корпоративных рублевых облигаций с плавающим купоном превысил 5,1 трлн руб. (из них 3,7 трлн руб. – по ключевой ставке<sup>23</sup>). При этом в портфеле банков объем корпоративных облигаций с плавающей ставкой составляет 1,2 трлн руб. на 01.04.2021.

Объем ОФЗ-ПК на балансе банков за период с 01.01.2020 по 01.04.2021 увеличился с 1,3 до 4,1 трлн рублей. Доля облигаций на балансе российских банков в общем объеме выпущенных ОФЗ-ПК составляет 87% на 01.04.2021.

Расширение практики использования финансовых инструментов с плавающими ставками позволяет банкам сокращать подверженность процентному риску, так как в условиях роста процентных ставок повышаются не только расходы по краткосрочным привлеченным средствам, но и доходы от вложений в инструменты с плавающими ставками. При этом может увеличиваться кредитный риск банков в результате повышения долговой нагрузки заемщиков, имеющих кредиты с плавающей ставкой.

Другим фактором, позволяющим банкам снижать подверженность процентному риску, является расширение использования процентных ПФИ. В период с 01.01.2020 номинальный объем открытых позиций по процентным свопам в рублях возрос с 3,3 до 6,9 трлн руб. на 01.04.2021. Выросли и нетто-позиции основных групп участников этого рынка. Так, нефинансовые организации увеличили нетто-позицию по получению плавающих ставок на 74% – с 126 млрд руб. на 01.01.2020 до 221 млрд руб. на 01.04.2021. Данные контракты были заключены с банками, относящимися к СЗКО (доля таких контрактов – 94%). При этом российские СЗКО и другие банки, не являющиеся дочерними иностранными банками, также имеют нетто-позицию по получению плавающей процентной ставки, которая выросла в 2,3 раза с 01.01.2020 и достигла 1 трлн руб. на 01.04.2021. Основными контрагентами по этим свопам стали дочерние иностранные банки и нерезиденты (рис. 58).

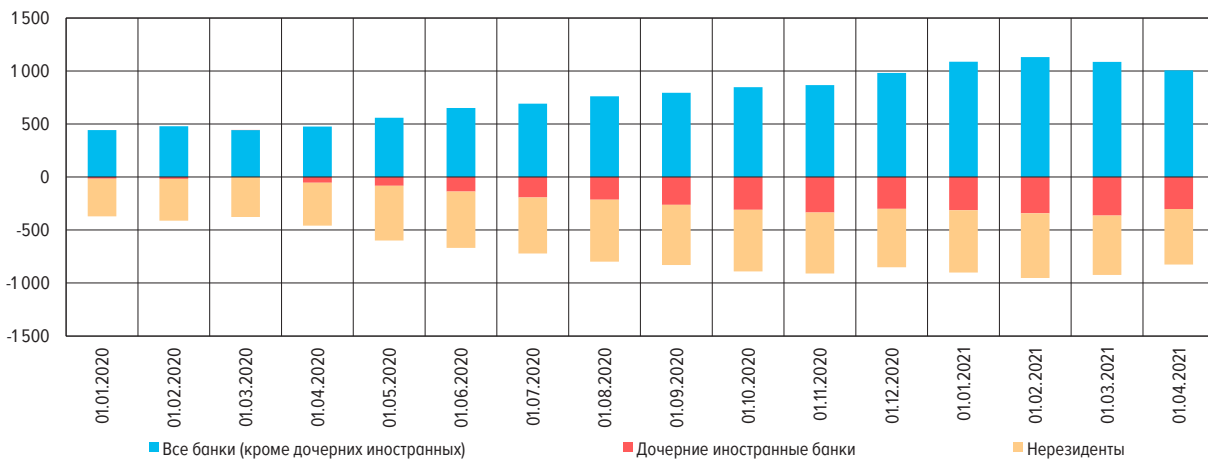
В результате на рынке процентных свопов происходит перенос процентных рисков от нефинансовых организаций на СЗКО, а от российских СЗКО – на дочерние иностранные банки

<sup>22</sup> Включая кредиты, ставка по которым зависит более чем от одного компонента, один из которых – ключевая ставка.

<sup>23</sup> По данным *Sbonds.ru*.

ПОЛУЧЕНИЕ (+)/УПЛАТА (-) ПЛАВАЮЩИХ ПЛАТЕЖЕЙ ПО ПРОСТЫМ ПРОЦЕНТНЫМ СВОПАМ В РУБЛЯХ  
(МЛРД РУБ.)

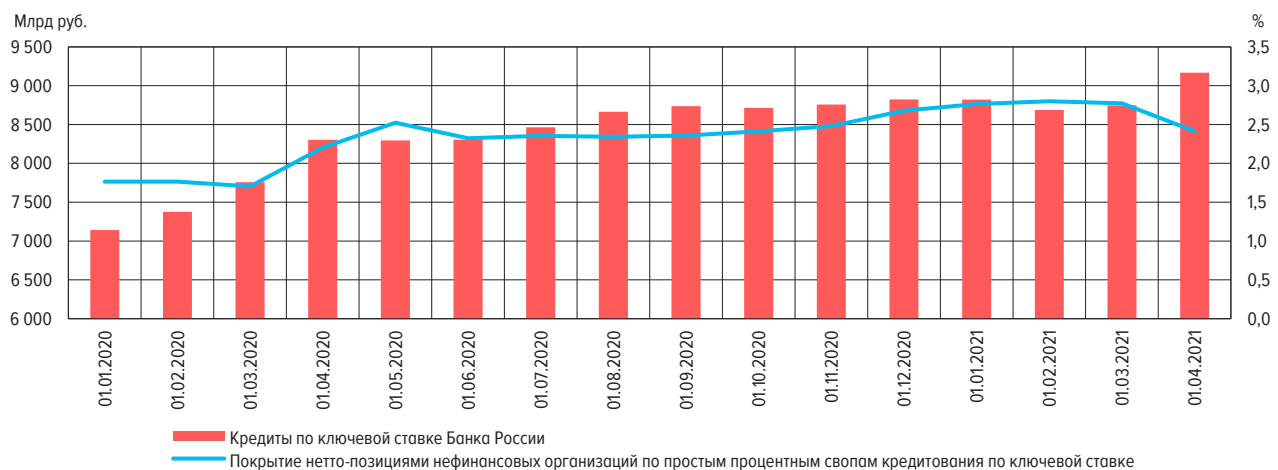
Рис. 58



Источник: НКО АО НРД.

ОБЪЕМ КРЕДИТОВ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ БАНКА РОССИИ И ПОКРЫТИЕ НЕТТО-ПОЗИЦИЯМИ НЕФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ ПО ПРОСТЫМ ПРОЦЕНТНЫМ СВОПАМ КРЕДИТОВАНИЯ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

Рис. 59



Источники: расчеты Банка России по данным формы отчетности 0409303, НКО АО НРД.

и нерезидентов. За счет подобных контрактов российская финансовая система может несколько сгладить риски, возникающие вследствие перехода к нейтральной денежно-кредитной политике. Однако объем нетто-позиций по рублевым процентным свопам как нефинансовых организаций, так и банков (кроме дочерних иностранных банков) пока относительно небольшой. В частности, юридические лица привлекли кредиты по ключевой ставке Банка России на сумму 9,2 трлн руб. на 01.04.2021. Соответственно, нетто-позиция нефинансовых организаций по получению плавающей ставки по процентным свопам хеджирует только 2,4% объема кредитования по ключевой ставке (рис. 59). По банковскому сектору (за исключением дочерних иностранных банков) покрытие нетто-позицией заметно выше, однако процентными свопами хеджируется лишь 5,1% кредитов по фиксированным ставкам (рис. 60).

Таким образом, рынок рублевых простых процентных свопов пока недостаточен по своему объему для хеджирования процентных рисков всей банковской системы, но активно развивается в последние годы. Однако дальнейшее развитие рынка может несколько сдерживаться из-за повышения процентных ставок в экономике, поскольку это приносит убытки контрагентам (нерезидентам и дочерним иностранным банкам), выплачивающим платежи по плавающим ставкам.

ОБЪЕМ КРЕДИТОВ ПО СТАВКАМ, ФИКСИРОВАННЫМ БАНКАМИ (КРОМЕ ДОЧЕРНИХ ИНОСТРАННЫХ), И ПОКРЫТИЕ НЕТТО-ПОЗИЦИЯМИ ПО ПРОСТЫМ ПРОЦЕНТНЫМ СВОПАМ КРЕДИТОВАНИЯ ПО ФИКСИРОВАННЫМ СТАВКАМ Рис. 60



Источники: расчеты Банка России по данным формы отчетности 0409303, НКО АО НРД.

Рост рынка инструментов хеджирования процентного риска до значимых масштабов может занять время ввиду ограниченности круга потенциальных контрагентов, так как большинство банков, работающих в России, имеют отрицательный гэп-риск на горизонте до одного года, а перечень возможных зарубежных контрагентов, готовых предоставлять продукты хеджирования риска роста рублевых ставок, ограничен.

Для ограничения потенциала снижения ЧПД в условиях постепенного перехода к нейтральной денежно-кредитной политике Банка России банкам необходимо в первую очередь наращивать долю долгосрочного фондирования, увеличивать долю активов с плавающей процентной ставкой (прежде всего за счет кредитов юридическим лицам<sup>24</sup> и приобретения облигаций с переменным купоном), а также расширять использование ПФИ в целях хеджирования процентного риска.

### 3.1.3. Риски ценовых «пузырей» на рынке жилья

**Программы льготного ипотечного кредитования позволили оказать поддержку рынку жилой недвижимости в начале пандемии. По мере восстановления экономической активности расширение спроса в отсутствие роста предложения жилья стало одним из основных факторов ускорения цен в 2020 г. как на первичном, так и на вторичном рынке недвижимости. В отдельных регионах с недостаточным объемом жилищного строительства рост цен превысил 20% даже в условиях снижения реальных доходов населения. Кроме того, на первичном рынке ипотеки существенно выросла доля кредитов с первоначальным взносом менее 20% (с 33% в I квартале 2020 г. до 45% в I квартале 2021 г.), кредитный риск по которым выше. По косвенным признакам растет количество случаев покупки квартир в ипотеку в инвестиционных целях. Дальнейшее масштабное стимулирование ипотечного кредитования, не подкрепленное соответствующим ростом жилищного строительства и доходов населения, создает риски формирования ценовых «пузырей» и роста долговой нагрузки населения. В связи с ускоренным ростом цен на недвижимость и ухудшением стандартов кредитования Банк России принял решение об ужесточении макропруденциальных требований по кредитам с первоначальным взносом от 15 до 20%.**

<sup>24</sup> С учетом финансового положения заемщика – так чтобы процентный риск заемщика впоследствии не трансформировался в кредитный риск для банка.

ИНДЕКС ЦЕН НА ПЕРВИЧНОМ И ВТОРИЧНОМ РЫНКАХ ЖИЛЬЯ  
(Г/Г)

Табл. 9

	Рынок жилья	I кв. 2019	II кв. 2019	III кв. 2019	IV кв. 2019	I кв. 2020	II кв. 2020	III кв. 2020	IV кв. 2020	I кв. 2021
Российская Федерация	Первичный	107,0	107,2	107,9	108,0	106,7	108,3	109,4	112,0	117,6
	Вторичный	104,4	104,0	105,0	103,8	102,7	103,6	104,8	109,5	113,6
Москва	Первичный	107,2	107,6	108,1	113,3	108,2	104,1	106,6	106,0	117,9
	Вторичный	103,5	101,6	107,9	100,1	95,7	101,7	105,0	121,8	124,3

Источник: Росстат.

**ДИНАМИКА ЦЕН НА РЫНКЕ НЕДВИЖИМОСТИ**

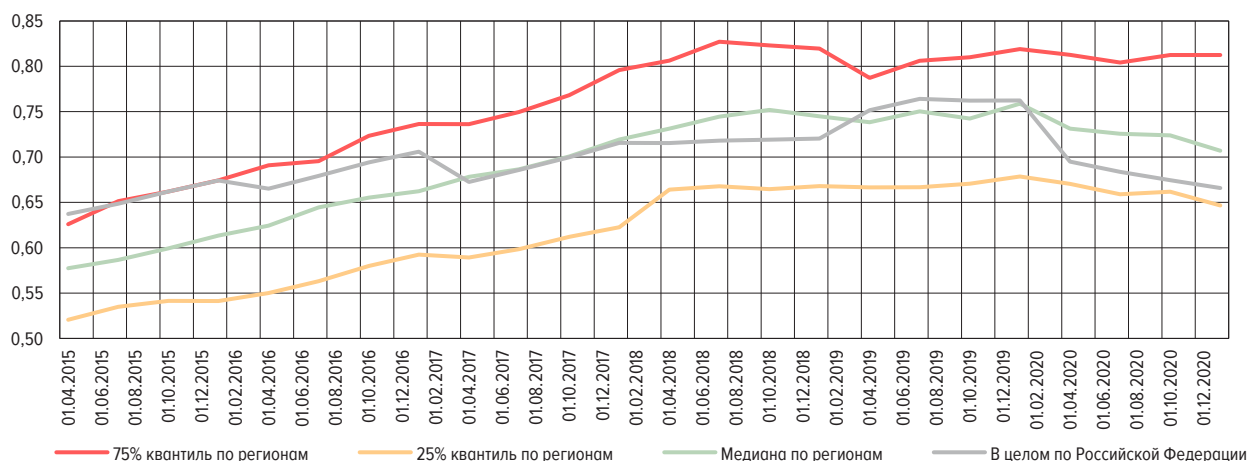
В IV квартале 2020 г. цены на первичном рынке недвижимости России росли более быстрыми темпами, чем в предыдущем году, а в I квартале 2021 г. рост цен ускорился и достиг максимальных значений за последние 10 лет – 17,6% г/г (табл. 9). Данная динамика была обусловлена недостаточным уровнем предложения со стороны строительного сектора на фоне повышенного спроса домохозяйств, вызванного снижением ипотечных ставок. Повышение стоимости квартир на первичном рынке спровоцировало удорожание готового жилья – к I кварталу 2021 г. рост цен ускорился и на вторичном рынке – 13,6% г/г. Ожидание дальнейшего роста цен подогревает спрос, по косвенным признакам растет количество инвестиционных сделок на рынке жилья.

При этом результатом двузначного роста цен в 2020 г. стало снижение покупательной способности заработных плат в отношении жилой недвижимости. Если на 01.01.2020 на одну среднюю заработную плату можно было приобрести 0,76 м<sup>2</sup> жилой недвижимости, то по состоянию на 01.01.2021 данный показатель снизился до 0,67 м<sup>2</sup>. Снижение было отмечено в подавляющем большинстве регионов.

Тем не менее количество метров жилья, которые можно приобрести в ипотеку по средней ставке, расходуя половину средней заработной платы на обслуживание кредита, в течение 2020 г. уве-

ПОКУПАТЕЛЬНАЯ СИЛА СРЕДНЕЙ ЗАРАБОТНОЙ ПЛАТЫ  
(м<sup>2</sup> жилья)

Рис. 61

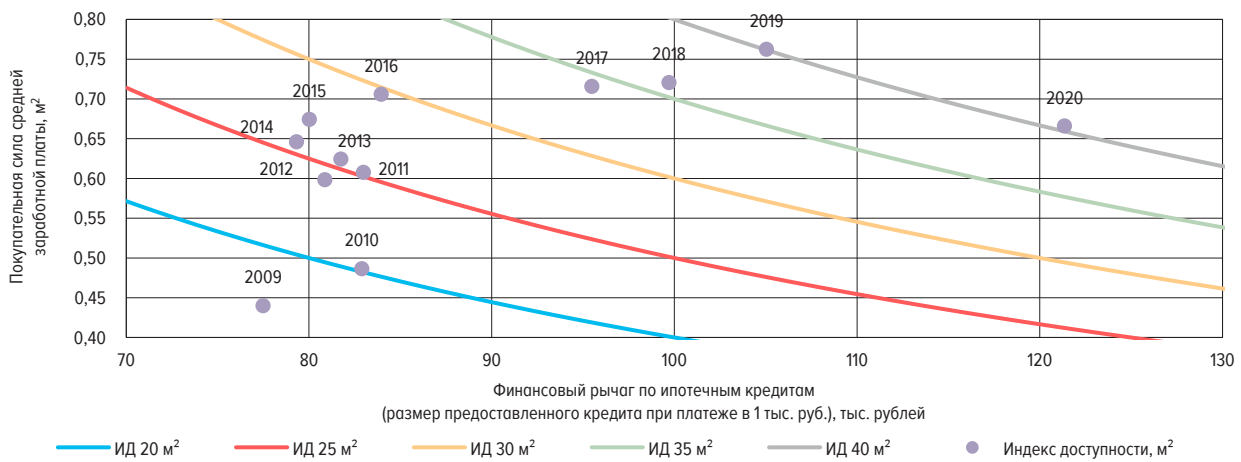


Источник: расчеты Банка России по данным Росстата.



ДИНАМИКА ДОСТУПНОСТИ ЖИЛЬЯ В ИПОТЕКУ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ В 2009 – 2020 ГОДАХ (М<sup>2</sup>)

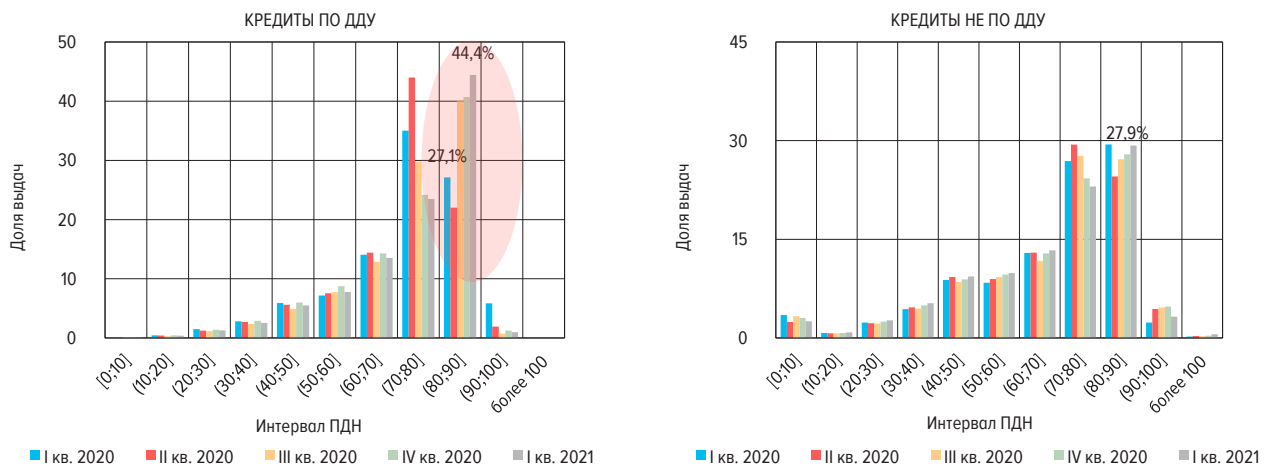
Рис. 62



Источники: Росстат, форма отчетности 0409316.

## РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ВЫДАЧ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ ПО УРОВНЮ ПЕРВОНАЧАЛЬНОГО ВЗНОСА

Рис. 63



Источники: Росстат, форма отчетности 0409704.

личилось с 40,1 до 40,5 м<sup>2</sup> (доступность жилья в ипотеку<sup>25</sup>). Увеличение было достигнуто за счет смягчения денежно-кредитных условий по ипотечным кредитам (финансовый рычаг): роста сроков кредитования с 216 до 223 месяцев и снижения процентных ставок с 9,24 до 7,37% в условиях действия государственных льготных ипотечных программ и перехода к мягкой денежно-кредитной политике. Так, если в II квартале 2019 г. ежемесячный ипотечный платеж в 1 тыс. руб. позволял обслуживать кредит в 96 тыс. руб., то в IV квартале 2020 г. данный показатель достиг 121 тыс. руб. и тем самым за 1,5 года показал рост, превышающий накопленное изменение за период с 2010 года.

Потенциал дальнейшего роста доступности жилья для населения за счет увеличения финансового рычага во многом исчерпан. Даже при увеличении среднего срока по новым кредитам до 240 месяцев и снижении ставки до 7% его значение не превысит 130 тыс. руб. и будет нивелировано уже при 6%-ном росте цен на жилую недвижимость, что при сохранении роста цен на уровне 2020 г. произойдет в течение двух кварталов. Дальнейшее увеличение спроса на жилье и повышение доступности жилья без угроз для финансовой стабильности возможно только при росте доходов населения темпами, опережающими рост цен на недвижимость.

<sup>25</sup> Доступность жилья в ипотеку может быть представлена произведением покупательной силы заработной платы (отношение заработной платы к цене метра жилья) и финансового рычага по ипотечному кредиту.

На первичном рынке ипотечного кредитования (кредиты под залог договоров долевого участия (ДДУ)) доля кредитов с LTV более 80% уже достигла 45% в выдачах банков, что почти вдвое больше значений до пандемии (рис. 63). Дальнейшее наращивание доли выдач с высоким LTV несет угрозу для финансовой стабильности, поскольку такие кредиты характеризуются большим уровнем кредитного риска. Первоначальный взнос отражает способность заемщика сберегать средства.

Потенциал дальнейшего наращивания спроса за счет удешевления кредитования во многом исчерпан. В этих условиях ключевым фактором развития рынка жилой недвижимости и ипотеки в 2021 г. выступит динамика цен на жилье и номинальных доходов населения.

В связи с продолжившимся ускорением роста цен на недвижимость в I квартале 2021 г., а также ухудшением стандартов кредитования Банк России ужесточил требования по ипотечным кредитам с первоначальным взносом от 15 до 20%. Новые макропруденциальные надбавки выше действующих на 20–30 п.п. и будут применяться к кредитам, предоставленным с 1 августа 2021 года. В случае сохранения ускоренного роста цен на жилье или ухудшения стандартов кредитования Банк России рассмотрит вопрос о дальнейшем ужесточении макропруденциальной политики по ипотечным кредитам, предоставленным заемщикам с высоким значением долговой нагрузки.

## 3.2. Потенциальные уязвимости финансового сектора в среднесрочном и долгосрочном периоде

### 3.2.1. Риски перетока вложений населения в иностранные финансовые инструменты

**Российские инвесторы начали активно вкладываться в инструменты рынка ценных бумаг, в том числе в иностранные акции и облигации в условиях снижения процентных ставок, роста фондовых индексов в ведущих странах и развития российской финансовой инфраструктуры, позволившей населению легко выходить на различные площадки (в том числе иностранные). Вследствие увеличения объемов вложений физических лиц в ценные бумаги нерезидентов повысилась диверсификация портфелей ценных бумаг граждан, в том числе валютная и отраслевая. Однако в случае длительного и существенного усиления данной тенденции возможно формирование системных рисков, связанных с негативными последствиями валютизации сбережений. На текущий момент данные риски носят умеренный характер.**

С началом пандемии на фоне снижения процентных ставок в России и других странах население в поисках большей доходности стало активно наращивать вложения в ценные бумаги (акции и облигации) и инструменты рынка коллективных инвестиций. При этом большим спросом пользовались иностранные акции и облигации, стоимость которых уверенно росла<sup>26</sup> вследствие масштабных монетарных и фискальных мер поддержки экономики со стороны развитых стран. Тенденция увеличения вложений российских физических лиц<sup>27</sup> в инструменты фондового рынка сохранялась и на протяжении IV квартала 2020 г. и I квартала 2021 г., при этом повышенный интерес физических лиц приходился на акции нерезидентов и облигации резидентов.

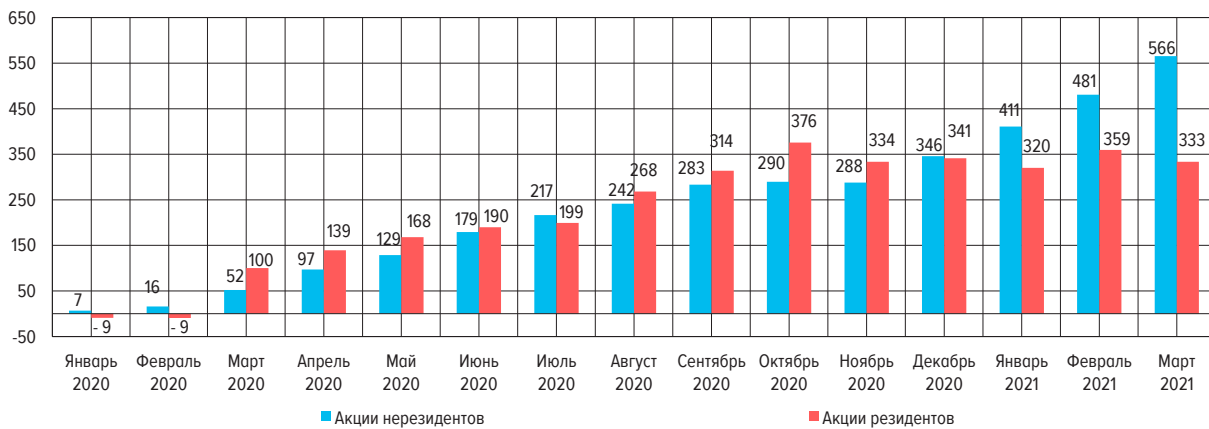
На рынке акций прирост вложений в акции резидентов и нерезидентов за 2020 г. составил 341 и 346 млрд руб. соответственно (рис. 64). За I квартал 2021 г. рост вложений физических лиц в акции нерезидентов продолжился ускоренными темпами по сравнению

<sup>26</sup> Ценовые индексы S&P500 и NASDAQ выросли на 16 и 44% за 2020 г. и еще на 6 и 2% за I квартал 2021 г. соответственно.

<sup>27</sup> Категория инвесторов «Население и некоммерческие организации, обслуживающие население» из подразделов 1.2 форм отчетности 0409711 и 0420415, счета владельцев ценных бумаг.

### НАКОПЛЕННЫЙ НЕТТО-ПРИТОК\* СРЕДСТВ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В АКЦИИ ПО ТИПУ ЭМИТЕНТА (МЛРД РУБ.)

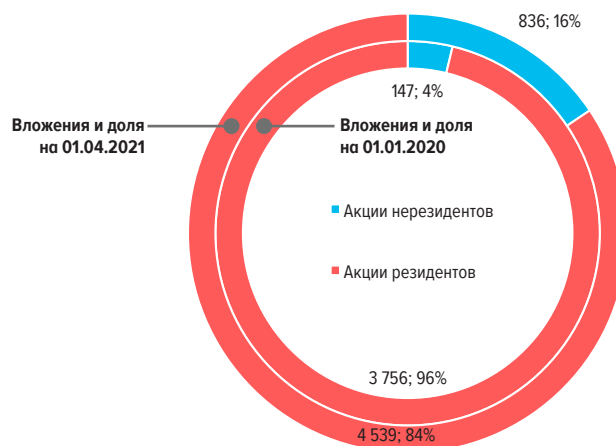
Рис. 64



\* Притоки в ценные бумаги рассчитывались как произведение средней цены за месяц и количества ценных бумаг, при условии изменения количества ценных бумаг в данном месяце. Приток за период – сумма месячных притоков.  
Источники: формы отчетности 0409711, 0420415.

### ВЛОЖЕНИЯ\* ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В АКЦИИ ПО ТИПАМ (МЛРД РУБ.)

Рис. 65



\* Вложения физических лиц рассчитывались как сумма вложений на последний день месяца по курсу на отчетную дату.  
Источники: формы отчетности 0409711, 0420415.

с 2020 г. (+220 млрд руб. за I квартал 2021 г.), а в акциях резидентов приостановился. В целом за 2020 г. и I квартал 2021 г. доля акций нерезидентов в портфеле акций физических лиц выросла на 12 п.п., до 16% (рис. 65), а в абсолютном объеме вложения на 01.04.2021 составили 836 млрд рублей.

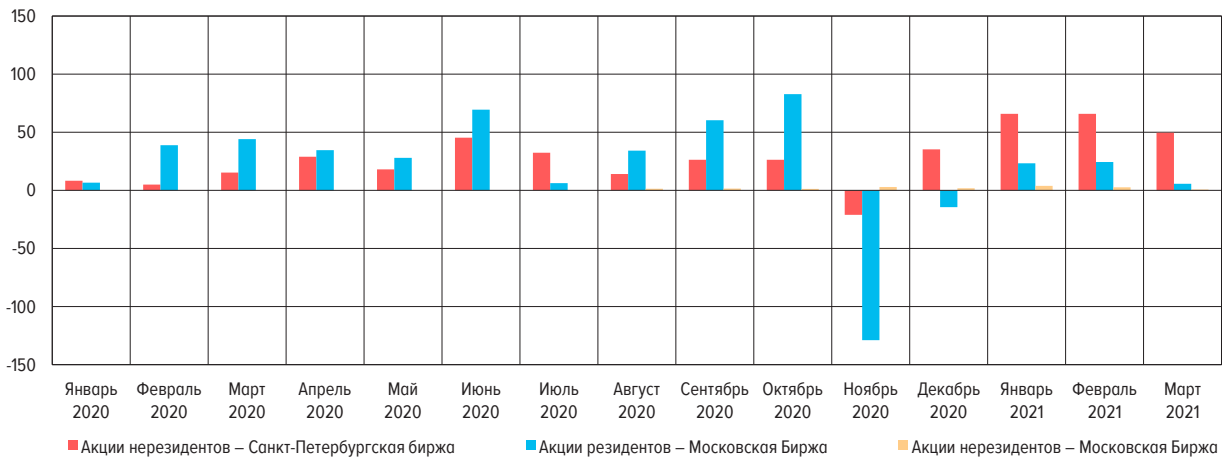
### ПРЕДПОСЫЛКИ РОСТА ОБЪЕМОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ В ИНОСТРАННЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Формированию новой стратегии в поведении населения, выразившейся в том числе в покупке иностранных финансовых активов, способствовал ряд предпосылок. К ним относились как исторически низкие ставки по рублевым депозитам и ослабление рубля на фоне опережающего роста индексов на ведущих иностранных фондовых площадках, так и развитие российской финансовой инфраструктуры, позволившей населению легко выходить на иностранные площадки. В 2021 г. данные факторы несколько ослабли, однако рост вложений в иностранные рынки продолжается, в том числе по мере того, как граждане, ранее вышедшие на данный рынок, размещают в эти инструменты определенную долю своих сбережений.

Покупки акций иностранных эмитентов населением осуществлялись в основном через брокерское обслуживание в биржевом сегменте рынка (рис. 66). Стоит отметить, что в I кварта-

ЧИСТЫЙ ОБЪЕМ ПОКУПКИ НАСЕЛЕНИЕМ АКЦИЙ  
(МЛРД РУБ.)

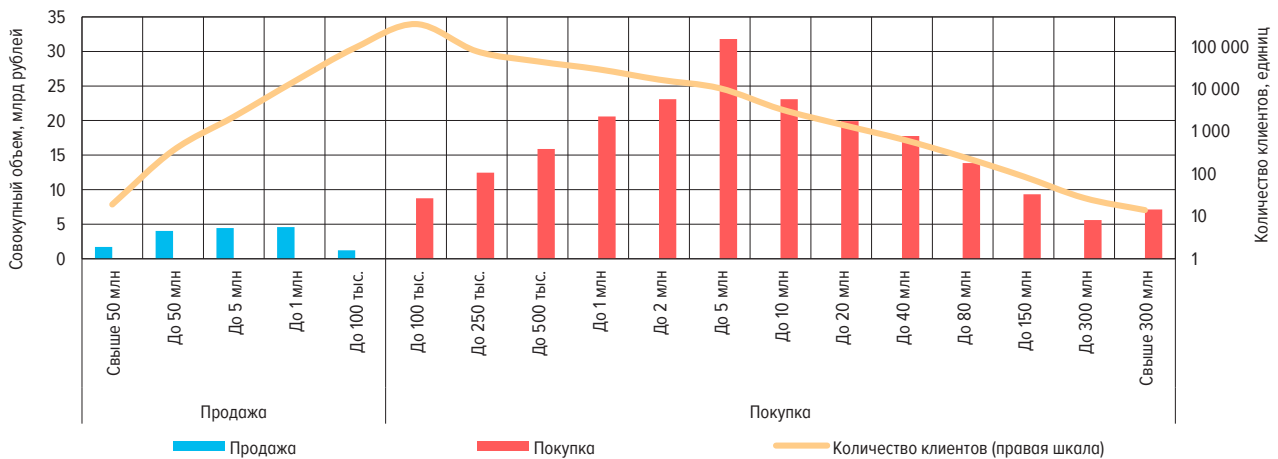
Рис. 66



Источники: данные Московской Биржи, Санкт-Петербургской биржи, расчеты Банка России.

ЧИСТЫЙ ОБЪЕМ ПОКУПКИ АКЦИЙ НЕРЕЗИДЕНТОВ НАСЕЛЕНИЕМ НА САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКОЙ БИРЖЕ В РАЗРЕЗЕ  
ОБЪЕМОВ КУПЛЕННЫХ АКЦИЙ ЗА ДЕВЯТЬ МЕСЯЦЕВ 2020 ГОДА

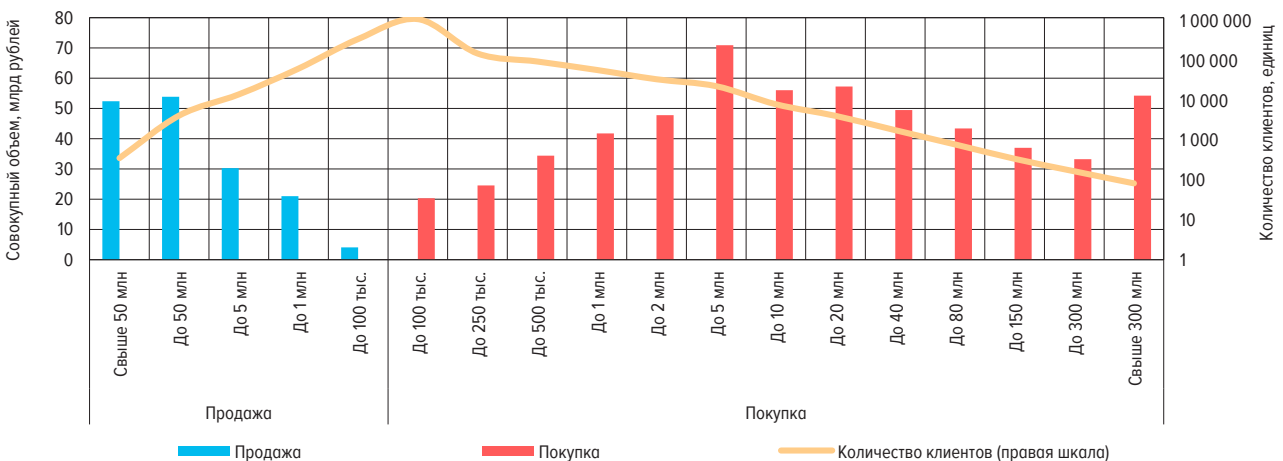
Рис. 67



Источники: данные Санкт-Петербургской биржи, расчеты Банка России.

ЧИСТЫЙ ОБЪЕМ ПОКУПКИ АКЦИЙ НАСЕЛЕНИЕМ НА МОСКОВСКОЙ БИРЖЕ В РАЗРЕЗЕ ОБЪЕМОВ КУПЛЕННЫХ  
АКЦИЙ ЗА 10 МЕСЯЦЕВ 2020 ГОДА

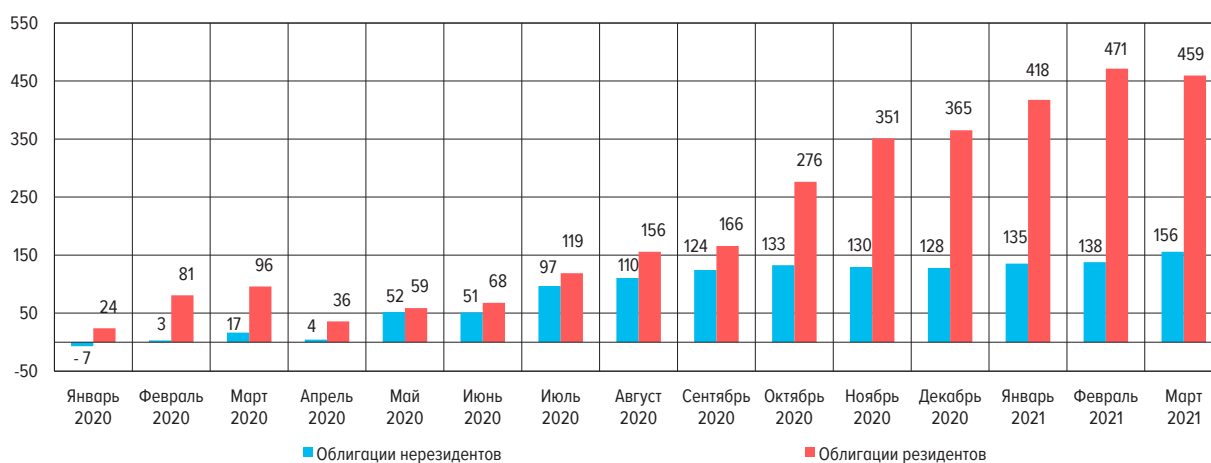
Рис. 68



Источники: данные Московской Биржи, расчеты Банка России.

### НАКОПЛЕННЫЙ НЕТТО-ПРИТОК СРЕДСТВ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В ОБЛИГАЦИИ ПО ТИПУ ЭМИТЕНТА (МЛРД РУБ.)

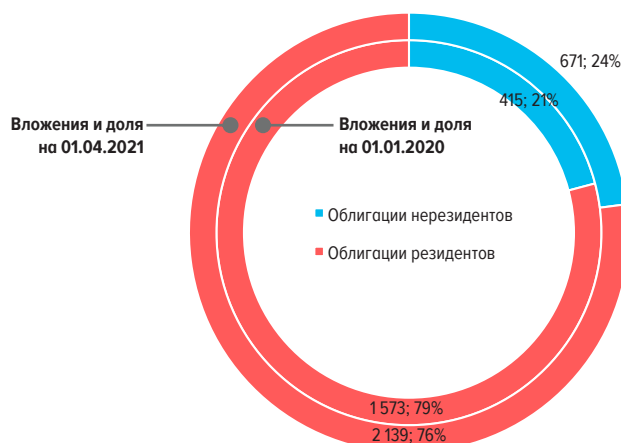
Рис. 69



Источники: формы отчетности 0409711, 0420415.

### ВЛОЖЕНИЯ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В ОБЛИГАЦИИ ПО ТИПАМ (МЛРД РУБ.)

Рис. 70



Источники: формы отчетности 0409711, 0420415.

ле 2021 г. чистые покупки акций нерезидентов физическими лицами на Санкт-Петербургской бирже значительно выросли и стали превышать чистые покупки акций резидентов на Московской Бирже. Основной объем инвестиций в акции приходился на физических лиц, осуществивших в течение года инвестиции на сумму от 2 до 5 млн руб. (рис. 67 – 68).

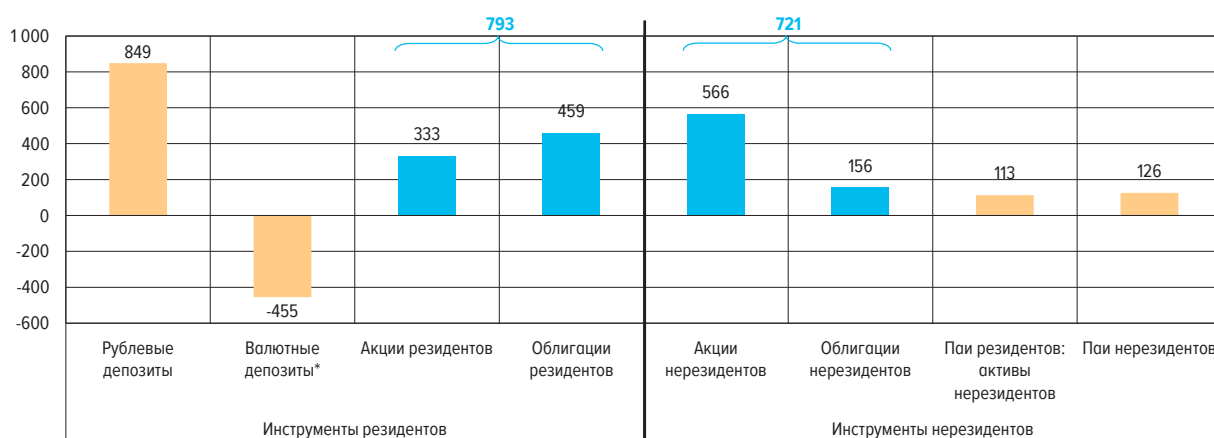
Привлекательность иностранных акций, помимо высокой валютной доходности, была обусловлена возможностью диверсифицировать вложения как по валютам и странам, так и по отраслям. В иностранных акциях наибольшие объемы вложений приходятся на эмитентов отраслей информационных и высоких технологий (31%), транспорта (10%), а в российских акциях – нефтегазовой (33%) и горнодобывающей (10%) промышленности.

Рост вложений физических лиц в облигации резидентов в 2020 г. опережал рост их вложений в облигации нерезидентов (365 и 128 млрд руб. соответственно, рис. 69). В 2021 году рост вложений в облигации резидентов продолжился. Доля вложений физических лиц в облигации нерезидентов на 01.04.2021 составила 24% (+3 п.п. с начала 2020 г.), что в абсолютном выражении равно 671 млрд руб. (рис. 70).

В итоге за 2020 г. и I квартал 2021 г. прямые притоки средств физических лиц в ценные бумаги нерезидентов составили 721 млрд руб. (рис. 71), что меньше, чем притоки в ценные бума-

НЕТТО-ПРИТОКИ СРЕДСТВ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ С 01.01.2020 ПО 01.04.2021  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 71



\* Рассчитано как объемы вложений в иностранной валюте, переведенные в рубли по единому курсу для всех периодов на 01.04.2021.  
Источники: формы отчетности 0409711, 0420415, Обзор банковского сектора Российской Федерации.

ги резидентов (793 млрд руб.)<sup>28</sup>. Вложения физических лиц в паевые инвестиционные фонды за 2020 г. выросли на 530 млрд рублей. В частности, значительный рост наблюдался на рынке биржевых паевых инвестиционных фондов. Увеличение вложений в иностранные ценные бумаги во многом связано со снижением валютных ставок.

## ПОТЕНЦИАЛЬНЫЕ РИСКИ И ПРЕИМУЩЕСТВА ВЛОЖЕНИЙ В ИНСТРУМЕНТЫ НЕРЕЗИДЕНТОВ

Увеличение доли вложений населения в ценные бумаги нерезидентов несет в себе ряд преимуществ, но при этом может привести к усилению следующих рисков:

**Риски негативного влияния на финансовое положение граждан.** Переход к более активной модели управления сбережениями физических лиц повышает зависимость их финансового положения от колебаний на российском и иностранном фондовых рынках, динамики курса валют, принимаемых решений. В связи со значительным ростом вложений в ценные бумаги за последний год алгоритмы оценки рисков физическими лицами могут быть не до конца отработанными. Также повышаются риски мисселинга (массовый выход на рынок неопытных инвесторов может привести к явному или неявному введению их в заблуждение относительно доходности вложений в ценные бумаги нерезидентов). Риски могут быть обусловлены высокой концентрацией вложений в определенных популярных акциях.

К благоприятным последствиям увеличения интереса населения к финансовым активам, в том числе к иностранным, можно отнести рост отраслевой и страновой диверсификации сбережений и инвестиций физических лиц, повышение потенциальной доходности сбережений вследствие использования более активных стратегий инвестирования.

Баланс указанных факторов во многом зависит от наличия знаний и опыта у физических лиц в сфере инвестирования. Вложения в ценные бумаги нерезидентов преимущественно осуществляли физические лица, портфель ценных бумаг которых составлял более 2 млн рублей. Наличие достаточных финансовых ресурсов делает указанную группу населения менее чувствительной к потенциальным рискам. Вместе с тем на рынок ценных бумаг также выходит большое количество неподготовленных физических лиц, не располагающих достаточной квалификацией и объемом финансовых ресурсов, для которых возникающие риски могут быть существенными. В связи с этим повышается роль регулятора по защите интересов указанной группы населения.

**Макроэффекты.** Увеличение вложений физических лиц в ценные бумаги нерезидентов может способствовать росту валютизации сбережений населения. В этом смысле он несет те же макро-

<sup>28</sup> Резидентами также считались иностранные юридические лица, аффилированные с российскими компаниями, в том числе дочерние организации и компании, выпустившие акции на иностранных биржах.



экономические риски, что и рост вложений в наличную иностранную валюту или валютные депозиты: снижение эффективности денежно-кредитной политики, повышение волатильности валютного курса, повышение валютных рисков финансовой системы. Также стоит отметить, что заметное сокращение объемов валютных депозитов населения может отразиться на ситуации с валютной ликвидностью на российском рынке. Вместо валютного кредитования российских экспортеров инвестиционный валютный потенциал населения может направляться на финансирование проектов нерезидентов. Риски реализуются в случае перехода указанного процесса на постоянный режим.

Среди позитивных эффектов следует отметить, что вложения населения в ценные бумаги нерезидентов могут компенсировать падение покупательной способности физических лиц в случае снижения курса рубля.

В ситуации продолжительного сохранения данной тенденции риски роста валютизации сбережений являются значимыми. Равновесие экономики, в которой высока доля иностранных активов в сбережениях населения, скорее всего, будет менее оптимальным. В краткосрочной перспективе, наоборот, превалируют положительные аспекты вследствие повышения диверсификации финансовых активов экономических агентов.

**Риски повышенной волатильности фондового рынка.** Рост объемов операций с ценными бумагами населения носит глобальный характер и во многом связан с процессами цифровизации и глобализации в финансовой системе. Увеличение доли вложений населения в финансовые инструменты повышает зависимость финансовых рынков от действий данной группы участников. Значительная часть физических лиц является неквалифицированными инвесторами, не обладающими высоким уровнем квалификации и опыта на фондовом рынке. Указанные инвесторы могут принимать решения под влиянием действий прочих участников рынка и популярных трендов. В результате большое количество физических лиц потенциально могут использовать схожие стратегии и совершать однотипные действия, что, в свою очередь, приводит к большим объемам сложнопрогнозируемых покупок/продаж финансовых инструментов. Данный факт является одной из предпосылок для формирования повышенной волатильности на рынке.

Расширение количества участников и разнообразия применяемых инвесторами стратегий, напротив, положительно скажется на развитии фондового рынка. Риски возникновения негативных явлений на фондовом рынке вследствие повышения значимости операций физических лиц могут быть купированы качественным информированием со стороны брокеров, ростом вложений в инвестиционные фонды, распространением иных пассивных стратегий, политикой регулятора по ограничению мисселинга. Однако, как показывает опыт других стран, в сложных ситуациях могут потребоваться и дополнительные меры со стороны центрального банка по стабилизации ситуации.

**Системные риски брокеров.** Рост объемов операций с ценными бумагами значительно увеличивает клиентскую базу брокерских организаций, объемы клиентских активов. В случае возникновения шока на фондовом рынке клиенты могут вновь вернуться к депозитам и тем самым создать значительный отток клиентских средств в отрасли. При этом повышаются риски ликвидности брокерских организаций. Также растут объемы использования маржинальных операций клиентами в части иностранных ценных бумаг. В ситуации повышенной волатильности на иностранных фондовых рынках брокеры могут столкнуться с неисполнением требований по указанным операциям (возникновение маржин-коллов), что ведет к повышению ряда рисков для отрасли, в том числе рыночного риска, риска ликвидности, операционного риска.

Вместе с тем массовый приток новых клиентов формирует потенциал для роста финансовых показателей у брокерских организаций (а также некредитных финансовых организаций и кредитных организаций с брокерскими лицензиями). Благодаря наличию обширной клиентской базы создаются стимулы к внедрению новых продуктов, повышению качества предоставляемых услуг, увеличиваются стимулы к конкуренции за новых клиентов. В связи с этим важную роль приобретает развитие системы риск-менеджмента в деятельности указанных ор-

ганизаций. Повышение качества риск-менеджмента в отрасли и более пристальное внимание к надзору и наблюдению за указанными организациями со стороны регулятора во многом позволяют купировать возникающие риски.

### **ИНДИКАТОРЫ МОНИТОРИНГА РИСКОВ И ВОЗМОЖНЫЕ МЕРЫ**

Банк России в рамках оперативного мониторинга системных рисков на финансовых рынках отслеживает динамику поведения частных инвесторов, в том числе в части вложений в иностранные фондовые активы. Мониторинг в том числе включает следующие показатели:

- доля валютных сбережений в общих сбережениях граждан – в течение 2020 г. и I квартала 2021 г. практически не изменялась и на 01.04.2021 составила 22%;
- доля вложений в акции нерезидентов в общем объеме вложений домохозяйств в акции – с 01.01.2020 до 01.04.2021 возросла с 4 до 16%;
- доля вложений в облигации нерезидентов в общем объеме вложений домохозяйств в облигации – с начала 2020 г. до 01.04.2021 выросла с 21 до 24%;
- доля вложений в инструменты нерезидентов в ИИС – с 01.01.2020 по 01.04.2021 увеличилась с 6 до 16%. Вместе с тем доля вложений в акции и облигации нерезидентов в рамках ИИС на 01.04.2021 составляла всего лишь 3% от объема вложений населения в акции и облигации нерезидентов. Тем не менее налоговое стимулирование указанных инвестиций нецелесообразно. Банк России считает необходимым исключить налоговые льготы по вложениям в иностранные инструменты и обсуждает данный вопрос с Правительством Российской Федерации.

В целом текущий баланс рисков говорит о том, что дополнительные меры по дестимулированию вложений в иностранные инструменты (за исключением мер по отношению к ИИС) на данный момент не требуются. На текущий момент показатели не достигли значительных уровней, риски являются умеренными и носят управляемый характер. Банк России отмечает необходимость снижения рисков мисселинга частных инвесторов и актуальность повышения их квалификации.

### **3.2.2. Климатические риски**

*В последние десятилетия происходит ускоренная структурная перестройка энергопотребления – переход с прямого использования топлива на самый универсальный (или безальтернативный для многих процессов) и эффективный энергоноситель – электроэнергию, идет активная электрификация всех секторов потребления. Перспективы рынка жидких углеводородов в высокой степени будут зависеть от решений, которые будут приниматься ведущими мировыми экономиками для обеспечения баланса между доступностью энергии для потребителей и минимизацией негативных экологических последствий.*

*В течение последнего года в мире резко возросло внимание к климатической повестке и, как следствие, негативному влиянию компаний на окружающую среду. Реализация физических климатических рисков (physical risk) оказывает прямое влияние на деятельность компаний и может приводить к росту издержек, обесцениванию активов, банкротствам. Переходные климатические риски (transitional risk) в виде ужесточения углеродного законодательства и изменений в предпочтениях потребителей и инвесторов окажут влияние на стоимость привлечения финансирования, изменят структуру издержек и мировых рынков. В результате возможно снижение спроса на товары с высоким углеродным следом, то есть в первую очередь на уголь, нефть и газ<sup>29</sup>, являющиеся ключевыми экспортными товарами для России.*

<sup>29</sup> Сам по себе газ не является товаром со значительным углеродным следом, однако из-за значительных дополнительных выбросов при транспортировке общая интенсивность российского газа существенна.

**Российские компании углеродоемких секторов экономики подвержены влиянию климатических рисков, в особенности – риску перехода, который возникнет при введении трансграничного углеродного регулирования (в первую очередь оно начнется со стороны ЕС). Результаты проведенного Банком России стресс-теста говорят о том, что банки – кредиторы этих компаний способны выдержать увеличение кредитного риска заемщиков. Однако у «коричневых» предприятий могут возникнуть проблемы с рефинансированием внешнего долга, которые, вероятно, будет затруднительно решить только за счет российских банков. Рефинансирование банками повысит степень «коричневости» их портфеля, что в среднесрочной перспективе может нести риски. Для снижения вероятности реализации таких рисков необходима стратегия и инструменты «озеленения» экономики и финансового рынка, меры со стороны и компаний, и государства.**

### **СТРЕСС-ТЕСТИРОВАНИЕ ВВЕДЕНИЯ УГЛЕРОДНОГО НАЛОГА В ЕС И АЗИИ: СЕКТОРАЛЬНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ**

В начале 2021 г. Банк России провел стресс-тест для оценки прямого и косвенного влияния возможного введения трансграничного углеродного налога<sup>30</sup> в Европе и Азии и роста капитальных затрат на климатические проекты на долговую нагрузку крупнейших российских компаний-экспортеров и на нормативы достаточности капитала банков-кредиторов. Для проведения стресс-теста были отобраны компании нефтегазовой, горнодобывающей и химической (производство удобрений) отраслей, покрывающие 92% российского экспорта и имеющие отчетность по МСФО.

Для расчета величины налога использовалась налоговая ставка в размере 30 евро за тонну<sup>31</sup>, умноженная на объемы выбросов парниковых газов, которые приходятся на товары, экспортируемые в Европу и Азию. В сценарии предусматривалось введение налога в 2022 г. в странах Европы и в 2023 г. в Азии. Для оценки капитальных вложений на проекты по снижению объема выбросов парниковых газов был рассчитан требуемый объем сокращения выбросов для достижения возможных бенчмарков ЕС и на основе данных по крупнейшим зарубежным компаниям была определена стоимость сокращения выбросов CO<sub>2</sub>.

В рамках стресс-тестирования для вышеуказанных российских компаний различных секторов экономики были получены ключевые прогнозные показатели долговой нагрузки с учетом сценария, предполагающего введение углеродного налога и рост капитальных затрат. Одним из последствий введения трансграничных углеродных налогов может стать нивелирование для компаний положительных эффектов, связанных с восстановлением мировой экономики после COVID-19. Наиболее негативное влияние приходится на компании горнодобывающей отрасли, а также на отдельные организации химической отрасли (табл. 10), для большинства из которых характерен высокий уровень долговой нагрузки. У этих компаний также отмечается наибольший рост вероятности дефолта по кредитным обязательствам. У остальных компаний-экспортеров, отобранных для проведения стресс-теста, не ожидается значимого роста вероятности дефолта к 2025 году. Банки-кредиторы в условиях проведенного стресс-тестирования не нарушали нормативы достаточности капитала.

<sup>30</sup> В декабре 2019 г. ЕС анонсировал «Европейский зеленый курс» (European green deal), цель которого – сделать экономику ЕС климатически нейтральной к 2050 году. Для этого необходимо радикально снизить выбросы углерода в атмосферу. Одной из мер в рамках курса станет введение углеродного налога на импорт в ЕС (EU carbon border tax). Методика его расчета пока точно не определена, но теоретически размер налога будет зависеть от величины выбросов при производстве того или иного товара (см. [Обзор финансовой стабильности за II–III кварталы 2020 года](#)).

<sup>31</sup> Данная предпосылка основана на уровне цены за 1 тонну CO<sub>2</sub> на рынке EU ETS в течение 2020 г. (в среднем около 25 евро за тонну). С учетом сокращения на 40% уровня разрешенных выбросов к 2030 г. аналитики Refinitiv ожидают рост цены 1 тонны CO<sub>2</sub> до 89 евро к 2030 году. В связи с этим в момент введения налога величина трансграничного углеродного регулирования может быть выше текущего уровня, но в первую очередь будет зависеть от методологии расчета налогового сбора, которая должна быть опубликована в июне 2021 года.

### ИЗМЕНЕНИЕ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ КРУПНЕЙШИХ ЭКСПОРТЕРОВ В РЕЗУЛЬТАТЕ ВВЕДЕНИЯ УГЛЕРОДНОГО НАЛОГА Табл. 10 И РОСТА КАПИТАЛЬНЫХ ЗАТРАТ НА ЭКОЛОГИЧЕСКИЕ ПРОЕКТЫ (%)

Отрасль	Чистый долг/EBITDA					Коэффициент покрытия процентов				
	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025
Нефтегазовая	9	31	48	63	78	-3	-19	-25	-32	-37
Горнодобывающая	13	48	> 100	> 100	> 100	-7	-27	-45	-54	-58
Химическая	18	55	> 100	> 100	> 100	-14	-35	-51	-61	-67

Источник: оценка Банка России.

### СРАВНЕНИЕ ДОХОДНОСТЕЙ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА И СУВЕРЕННЫХ ЗАИМСТВОВАНИЙ

Табл. 11

		Доходность на начало 2020 г.	Доходность на 30.03.2021	Изменение
Россия	Уязвимые компании	2,95	2,24	-71
	Доходность корпоративных еврооблигаций	3,13	3,09	-4
	Доходность суверенных еврооблигаций	3,43	3,62	+19
Развивающиеся страны	Доходность корпоративных еврооблигаций (широкая выборка стран – индекс JP Morgan CEMBI Broad Composite Blended Yield)	4,92	4,57	-34
	Доходность суверенных еврооблигаций (широкая выборка стран – индекс JP Morgan EMBI Diversified Sovereign Yield)	4,90	5,31	+41
	Доходность суверенных еврооблигаций (среднее значение для Бразилии, Мексики, ЮАР, Турции, Филиппин, Индонезии, Индии, Китая)	3,99	4,25	+27

### РИСКИ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ ВНЕШНИХ ДОЛГОВ РОССИЙСКИМИ ЭКСПОРТЕРАМИ НА ФОНЕ ПЕРЕХОДА ИНВЕСТОРОВ К «ЗЕЛЕНЫМ» АКТИВАМ

Более активное внедрение ESG-факторов<sup>32</sup> зарубежными инвесторами в принципы управления портфелями может привести к их активному выходу из ценных бумаг российских «коричневых» компаний и необходимости рефинансирования «коричневыми» российскими предприятиями (угледобывающие компании) и компаниями, развивающими шельфовые проекты и проекты в Арктической зоне, своего внешнего долга на внутреннем российском финансо-

#### Врезка 7. Стратегии инвесторов в части вложения в «коричневые» и «зеленые» активы

Многие крупнейшие инвесторы уже начали адаптировать свои стратегии для достижения целей Парижского соглашения об изменении климата и целей устойчивого развития. Устойчивые стратегии реализуют как суверенные инвесторы, так и частные компании. Ряд инвесторов уже полностью отказались или планируют отказаться в ближайшие несколько лет от вложений в угледобычу и угольную генерацию. В дальнейшем будут прекращены новые вложения и сокращены до нуля имеющиеся инвестиции в неэкологичные нефтяные проекты, в том числе в шельфовые проекты, разработку нефтегазовых месторождений в Арктике и добычу нефти из битуминозных песков. В связи с данными тенденциями российские компании, прежде всего нефтегазового и горнодобывающего секторов, могут столкнуться с трудностями привлечения долгового финансирования и существенным увеличением стоимости кредитования. Одновременно с этим происходит рост вложений в «зеленые» активы – экологически чистую энергетику, «зеленые» облигации и прочие экологичные проекты.

Среди центральных банков наибольшего прогресса добились Банк Франции и Банк Норвегии. **Банк Франции** внедрил стратегию ответственного инвестирования в отношении портфеля собственных средств и пенсионных сбережений в 2018 году. В соответствии с новой стратегией регулятор планировал к концу 2021 г. инвестировать 1,7 млрд евро в «зеленые» облигации и фонды, финансирующие экологичные проекты. На данный момент цель почти достигнута. К 2019 г. Банк Франции исключил из портфеля бумаги более 20% эмитентов, которые не соответствуют ESG-критериям. С 2021 г. регулятор исключает из портфеля ценные бумаги компаний с выручкой более 2% от добычи

<sup>32</sup> ESG-факторы (Environmental, Social, Governance) – экологические (включая вопросы изменения климата), социальные факторы и факторы корпоративного управления.



и использования угля (с 2024 г. планируется полный отказ от данных бумаг в портфеле), а также ценные бумаги компаний, у которых выручка от добычи и производства нефти и сланцевого газа, нефти из битуминозных песков, глубоководной разведки и разведки в Арктике составляет более 10%. К 2024 г. запланировано исключение из портфеля компаний, у которых выручка от добычи и производства нефти составляет более 10%, а от газа – более 50%.

**Банк Норвегии** применяет принципы ответственного инвестирования для портфеля валютных резервов: не менее 20% выручки компаний, ценные бумаги которых входят в портфель, должно приходиться на деятельность в одной из следующих категорий: энергетика с низким уровнем выбросов и альтернативными источниками топлива, эффективное использование энергии, рациональное использование природных ресурсов. С 2017 г. введен запрет на инвестиции в компании, занимающиеся производством нефти и газа, в горнодобывающие компании; компании, связанные с производством или добычей угля.

**Национальный пенсионный фонд Нидерландов для сотрудников правительства и сферы образования (ABP)** и государственный **Новозеландский фонд пенсионного обеспечения** планируют к 2040 г. снизить на 40% совокупный уровень выбросов углерода своих инвестиционных портфелей. ABP также планирует постепенно отказываться от инвестирования в компании со значительной долей выручки от добычи нефти и угля и увеличивать долю устойчивых инвестиций в портфеле.

Частные инвесторы также демонстрируют активную позицию. Крупнейшие **инвестиционные банки** (такие как JPMorgan Chase, Goldman Sachs и Mizuho Group) прекращают кредитование компаний, занимающихся добычей или производством угля; все больше банков сокращают кредитование нефтегазового сектора. Goldman Sachs планирует к 2025 г. увеличить до 150 млрд долл. США объем инвестиций в экологически чистую энергетику. Ведущие **страховые компании** сокращают вложения в «коричневые» активы. Например, итальянская страховая компания Assicurazioni Generali с 2018 г. полностью отказалась от инвестирования в угольный сектор и добычу нефти из битуминозных песков, а немецкая Allianz к 2040 г. планирует отказаться от инвестирования в угольную промышленность собственных средств и средств страхового портфеля. Многие крупнейшие **инвестиционные фонды и управляющие активами** (например, Amundi, BNP Paribas IM, AXA IM, Robeco) исключают из своих портфелей бумаги «коричневых» компаний, некоторые фирмы (Amundi) ставят цели по инвестированию в экологические инициативы, другие (Robeco) устанавливают цели по декарбонизации портфеля. **Участники Альянса владельцев активов с нулевыми нетто-выбросами парниковых газов в атмосферу** (Net-Zero Asset Owner Alliance), в который входят крупнейшие страховые и перестраховочные компании, крупные пенсионные фонды и ряд других институциональных инвесторов, обязались к 2050 г. добиться углеродной нейтральности своих инвестиционных портфелей.

### Ситуация в России

Банк России провел опрос среди российских и зарубежных инвесторов о стратегиях ESG-инвестирования и оценке ESG-рисков для российского корпоративного сектора среди крупнейших институциональных инвесторов.

Согласно результатам опроса, практически все респонденты учитывают ESG-факторы в текущей инвестиционной стратегии, однако большинство пока не сформулировало конкретную цель по ESG-инвестированию. Ряд инвесторов отметили, что **исключили или планируют исключить инвестиции в компании, занимающиеся добычей или производством ископаемых видов топлива**. В то же время некоторые респонденты не планируют полностью отказываться от инвестиций в «коричневые» активы: по их мнению, **пока нереалистично достичь полностью «зеленого» портфеля в странах с формирующимися рынками**. В будущем инвесторы планируют увеличить доли ESG-бумаг в портфелях и совершенствовать подходы к оценке ESG-факторов.

Участники опроса подчеркнули высокий уровень рисков по фактору E (Environmental) для российского корпоративного сектора в целом. **Наиболее высокие экологические риски наблюдаются в горнодобывающем и нефтегазовом секторах**; для розничной торговли и телекоммуникаций данные риски незначительны. В свою очередь риски финансовых компаний зависят от структуры их портфелей. Многие инвесторы отметили прогресс в области учета ESG-факторов среди российских публичных компаний, однако предстоит еще много работы. По мнению респондентов, государство может сыграть значительную роль для стимулирования реализации ESG-стратегии экономическими субъектами, например путем установления конкретных целей по переходу к «зеленой» экономике и участия в международных инициативах. Еще одним перспективным способом стимулирования учета ESG-факторов корпоративным сектором является стратегия преобразующего инвестирования (impact investing): инвесторы могут не только приобретать ценные бумаги, но и сотрудничать с корпоративным сектором в целях повышения его экологичности.

вом рынке (см. врезку 7). Одним из возможных последствий этих событий может стать рост волатильности на финансовых рынках.

В настоящее время крупнейшие российские углеродоемкие компании обладают существенным объемом внешнего долгового финансирования, при этом текущие доходности компаний по публичным заимствованиям пока не учитывают климатические риски (средняя доходность для потенциально уязвимых компаний ниже бенчмарка по евробондам всего корпоративного сектора, спред составляет 0,7 п.п., табл. 11).

Высокая доля кредитов перед нерезидентами наблюдается у российских компаний химической (50%) и горнодобывающей (52%) отраслей. Таким образом, российскому финансовому сектору в случае реализации иностранными инвесторами агрессивных стратегий перехода придется рефинансировать значительную часть внешних заимствований компаний, что, в свою очередь, с одной стороны, создаст давление на капитал российских банков, а с другой – приведет к росту доходностей по обязательствам и давлению на показатели долговой нагрузки этих компаний.

Компании, оцененные инвесторами как «коричневые», при осуществлении новых выпусков облигаций могут столкнуться со снижением спроса на них. Рефинансирование внешнего долга таких компаний российскими банками может оказать давление на их капитал, повысить риски концентрации и подверженности банков климатическим рискам. Впоследствии это создаст дополнительные риски для российских банков из-за увеличения доли «коричневых» активов в их портфелях.

Стоимость фондирования углеродоемких предприятий будет увеличиваться, что может являться очередным драйвером повышения долговой нагрузки и кредитного риска по таким заемщикам. Нивелировать риск закрытия доступа к внешнему долгу могут различные подходы к «озеленению» компаний, в том числе реализуемые как самими компаниями, так и при содействии государства в виде создания инфраструктуры рынка «зеленых» облигаций и торговли выбросами.

## **ПРОБЛЕМА СРАВНЕНИЯ ESG-РЕЙТИНГОВ И ИХ ВЛИЯНИЕ НА ПРИВЛЕЧЕНИЕ ФИНАНСИРОВАНИЯ**

Важным сигналом об уровне климатической, социальной и управленческой ответственности для инвесторов являются ESG-рейтинги/рэнкинги, поскольку они дают возможность оценить деятельность компаний и эффективность проводимой политики, направленной на устойчивое развитие и снижение негативного влияния на окружающую среду.

В настоящее время есть несколько агентств, присваивающих российским компаниям ESG-рейтинги: Raex-Europe, MSCI, Sustainalytics, CDP<sup>33</sup>, S&P Global CSA<sup>34</sup> и «Эксперт РА». Необходимо отметить большую разницу в оценках по одним и тем же компаниям у различных рейтинговых агентств, связанную с возможными различиями в методологиях и экспертных оценках. В трех рейтингах<sup>35</sup> российские банки оказались ниже углеродоемких промышленных компаний, что отчасти может объясняться высокой долей «коричневых» компаний в кредитных портфелях.

<sup>33</sup> Оценивает только по фактору Environmental (E).

<sup>34</sup> Агентство бесплатно проводит оценку компаний, поскольку в рамках присуждения рейтинга происходит сбор данных, которые S&P использует для расчета ESG-показателей по отраслям и странам, а также для расчета индекса устойчивости DJSI. Агентство не публикует рейтинги по компаниям в открытом доступе, они доступны для них только в личном кабинете.

<sup>35</sup> Raex-Europe, MSCI и Sustainalytics.



Компании отмечают важность ESG-рейтингов, неоднородность их присвоения и сложность сравнения между собой. Для получения справедливой оценки в большинстве случаев компаниям необходимо дополнительно предоставлять информацию рейтинговым агентствам и тесно работать с их аналитиками. Также существуют рейтинговые агентства, не раскрывающие свою методологию, что делает затруднительным анализ присвоенного рейтинга заинтересованными лицами.

Проблема значительного различия методик составления ESG-рейтингов также рассматривается на глобальном уровне<sup>36</sup>, в том числе в рамках деятельности Рабочей группы по устойчивому финансированию (Sustainable Finance Working Group) «Группы двадцати». Банк России всецело поддерживает стремление международных организаций, объединений и органов, устанавливающих стандарты, к унификации подходов к составлению ESG-рейтингов и планирует проведение тематических встреч с рейтинговыми агентствами.

---

<sup>36</sup> Например, данный вопрос рассматривается в докладе ОЭСР [«Инвестирование в соответствии с принципами ESG: практика, достигнутый прогресс и вызовы»](#).

## ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ

Рисунок 1. Динамика фондовых индексов.....	12
Рисунок 2. Динамика сырьевых цен.....	12
Рисунок 3. Динамика чистых вложений глобальных инвесторов в фонды акций и облигаций СФР, недельные данные накопленным итогом.....	13
Рисунок 4. Отношение рыночной капитализации американских компаний (индекс S&P 500) к ВВП США.....	16
Рисунок 5. Государственный долг (% ВВП) и его изменение в 2019 – 2020 гг. в СФР.....	17
Рисунок 6. Динамика государственного долга и инфляции в Бразилии, Колумбии и ЮАР.....	18
Рисунок 7. Ежемесячная амортизация кредитного портфеля МСП.....	22
Рисунок 8. Структура реструктурированной задолженности по кредитам предприятий.....	23
Рисунок 9. Распределение сроков до погашения по категориям качества ссуд МСП.....	24
Рисунок 10. Распределение сроков до погашения по категориям качества ссуд крупных компаний.....	24
Рисунок 11. Долговая нагрузка крупнейших компаний.....	25
Рисунок 12. Динамика долговой нагрузки и рентабельности компаний выборки.....	26
Рисунок 13. Динамика чистой прибыли и свободного денежного потока компаний выборки (Free cash flow, FCF).....	26
Рисунок 14. Ожидаемое изменение дивидендных выплат в 2021 г. относительно предыдущего года по отраслям.....	27
Рисунок 15. Глобальный спрос и предложение нефти (жидкие углеводороды).....	28
Рисунок 16. Добыча нефти в России.....	28
Рисунок 17. Динамика цен на нефть.....	28
Рисунок 18. Прогноз по восстановлению спроса на нефть до 2022 года.....	29
Рисунок 19. Долговая нагрузка крупнейших нефтегазовых компаний.....	29
Рисунок 20. Рентабельность и коэффициент покрытия процентов крупнейших нефтегазовых компаний.....	29
Рисунок 21. Количество перевезенных пассажиров в Российской Федерации в 2019 – 2021 годах.....	31
Рисунок 22. Динамика ввода в эксплуатацию офисов классов А и В (Москва).....	33
Рисунок 23. Динамика средневзвешенных запрашиваемых ставок аренды на офисы классов А и В, номинированных в российских рублях (Москва).....	33
Рисунок 24. Темпы прироста портфеля по сегментам кредитования.....	36
Рисунок 25. Средневзвешенные ставки по кредитам, выданным за квартал.....	36
Рисунок 26. Коэффициент обслуживания долга физических лиц.....	37
Рисунок 27. Распределение объема предоставленных кредитов физическим лицам по уровню ПДН.....	38
Рисунок 28. Доля кредитов, предоставленных в I квартале 2021 г. заемщикам с доходом, оцененным на основе минимального значения из среднего значения дохода в регионе и заявленного заемщиком дохода.....	38
Рисунок 29. Распределение выдач потребительских кредитов в IV квартале 2020 г. по интервалам ПДН и банкам.....	38
Рисунок 30. Распределение новых выдач по ПДН для заемщиков с разным уровнем дохода.....	39
Рисунок 31. Динамика доли ссуд с просроченными платежами более 90 дней в портфелях необеспеченных потребительских и ипотечных кредитов.....	40
Рисунок 32. Динамика макропруденциального буфера по необеспеченным потребительским кредитам и средней надбавки к коэффициентам риска по портфелю крупнейших банков.....	40

Рисунок 33. Динамика количества займов на заемщика и просроченных платежей (без учета кредитов банков) .....	41
Рисунок 34. Рентабельность балансового капитала и активов банковского сектора .....	45
Рисунок 35. Структура доходов банковского сектора.....	45
Рисунок 36. Динамика фактического среднего значения НКЛ по СЗКО .....	46
Рисунок 37. Кросс-валютные спреды .....	47
Рисунок 38. Результаты анкетирования НФО.....	49
Рисунок 39. Формирование прибыли страховых организаций за 2019 – 2020 годы .....	50
Рисунок 40. Структура инвестиционного портфеля страховых организаций .....	50
Рисунок 41. Отношение ФРМП к НРМП страховщиков жизни .....	51
Рисунок 42. Динамика ПДК брокеров.....	53
Рисунок 43. Динамика доходностей 10-летних гособлигаций России и США.....	55
Рисунок 44. Выполнение квартальных планов размещения ОФЗ .....	55
Рисунок 45. Динамика объема ОФЗ у нерезидентов на счетах иностранных депозитариев .....	56
Рисунок 46. Приросты государственных внутренних заимствований Минфина России в динамике по годам.....	57
Рисунок 47. Объем погашений портфеля ОФЗ у нерезидентов.....	57
Рисунок 48. Отношение валютных резервов к ВВП по СФР в динамике .....	58
Рисунок 49. Величина процентного гэпа портфеля банковского сектора по операциям в рублях по состоянию на 01.04.2021 (базовая оценка, без поведенческих и прочих корректировок).....	60
Рисунок 50. Ставки по вновь привлеченным депозитам в рублевом сегменте.....	60
Рисунок 51. Процентный спред в рублевом сегменте.....	60
Рисунок 52. Динамика ЧПД и отношение гэп-риска на горизонте одного года к ЧПД (по базовой оценке, без поведенческих и прочих корректировок) .....	61
Рисунок 53. Доля депозитов в рублях сроком до 1 года в общей структуре рублевых депозитов .....	61
Рисунок 54. Доля депозитов в иностранной валюте сроком до 1 года в общей структуре валютных депозитов.....	62
Рисунок 55. Средства физических лиц в рублях.....	63
Рисунок 56. Базовый уровень доходности по договорам с физическими лицами в рублях.....	63
Рисунок 57. Доли кредитов по нефиксированным ставкам в портфеле рублевых кредитов нефинансовым организациям .....	64
Рисунок 58. Получение (+)/уплата (-) плавающих платежей по простым процентным свопам в рублях.....	65
Рисунок 59. Объем кредитов по ключевой ставке Банка России и покрытие нетто-позициями нефинансовых организаций по простым процентным свопам кредитования по ключевой ставке.....	65
Рисунок 60. Объем кредитов по ставкам, фиксированным банками (кроме дочерних иностранных), и покрытие нетто-позициями по простым процентным свопам кредитования по фиксированным ставкам .....	66
Рисунок 61. Покупательная сила средней заработной платы .....	67
Рисунок 62. Динамика доступности жилья в ипотеку в Российской Федерации в 2009 – 2020 годах .....	68
Рисунок 63. Распределение выдач ипотечных кредитов по уровню первоначального взноса .....	68
Рисунок 64. Накопленный нетто-приток средств физических лиц в акции по типу эмитента.....	70
Рисунок 65. Вложения физических лиц в акции по типам.....	70
Рисунок 66. Чистый объем покупки населением акций .....	71
Рисунок 67. Чистый объем покупки акций нерезидентов населением на Санкт-Петербургской бирже в разрезе объемов купленных акций за девять месяцев 2020 года.....	71

Рисунок 68. Чистый объем покупки акций населением на Московской бирже в разрезе объемов купленных акций за 10 месяцев 2020 года.....	71
Рисунок 69. Накопленный нетто-приток средств физических лиц в облигации по типу эмитента.....	72
Рисунок 70. Вложения физических лиц в облигации по типам.....	72
Рисунок 71. Нетто-притоки средств физических лиц в финансовые инструменты с 01.01.2020 по 01.04.2021.....	73

## ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ

Таблица 1. Темпы прироста ВВП, прогноз МВФ на апрель 2021 года.....	10
Таблица 2. Показатели деловой активности PMI Markit.....	11
Таблица 3. Изменение рыночных индикаторов в СФР в январе-марте 2021 года.....	14
Таблица 4. Отношение рыночной цены акций к балансовой стоимости (Price-to-Book Ratio) и к годовой прибыли на акцию (Price-to-Earnings Ratio) .....	17
Таблица 5. Изменение показателей фискальной устойчивости в СФР в 2020 – 2021 годах.....	18
Таблица 6. Надбавки к коэффициентам риска по потребительским кредитам в рублях, предоставленным с 1 июля 2021 года.....	40
Таблица 7. Доля государственных облигаций в активах банковского сектора ряда СФР.....	57
Таблица 8. Страновая разбивка вложений иностранных инвесторов.....	58
Таблица 9. Индекс цен на первичном и вторичном рынках жилья.....	67
Таблица 10. Изменение долговой нагрузки крупнейших экспортеров в результате введения углеродного налога и роста капитальных затрат на экологические проекты.....	77
Таблица 11. Сравнение доходностей корпоративного сектора и суверенных заимствований.....	77