



Банк России

IV квартал 2021 –  
I квартал 2022 года

# ОБЗОР ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

Информационно-аналитический материал

Москва  
2022



# ОГЛАВЛЕНИЕ

Резюме .....	2
Карта рисков .....	8
1. Ограничительные меры недружественных стран и конъюнктура глобальных рынков .....	9
2. Каналы реализации геополитических рисков и ответные меры .....	14
2.1. Валютный канал.....	14
Врезка 1. Закрытие сделок на финансовом рынке .....	15
Врезка 2. Повышение роли юаня на российском валютном рынке .....	17
2.2. Фондовый канал.....	21
Врезка 3. Устойчивость инвестиционных финансовых посредников .....	26
2.3. Процентный канал .....	28
2.4. Канал доходов.....	33
Врезка 4. Ситуация на рынке жилья .....	37
2.5. Кредитный канал .....	38
2.5.1. Рынок корпоративного кредитования .....	39
2.5.2. Рынок розничного кредитования .....	42
2.6. Канал страхования.....	45
2.6.1. Перестрахование.....	45
2.6.2. Автострахование .....	46
Перечень рисунков .....	48
Перечень таблиц.....	50

Материал подготовлен Департаментом финансовой стабильности Банка России.

В настоящем обзоре статистические и расчетные данные приведены по состоянию на 1 апреля 2022 года.

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

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, 2022

## РЕЗЮМЕ

Определяющее влияние на российскую экономику и финансовую систему в отчетный период оказало введение недружественными странами масштабных санкций. Существенная часть ограничительных мер была в первую очередь направлена на финансовый сектор. В этих условиях действия Банка России были нацелены на поддержку финансовых институтов, стабильное проведение платежей и купирование угроз для финансовой стабильности, предотвращение паники кредиторов и вкладчиков, ажиотажных продаж российских активов. В связи с заморозкой резервов Банка России в недружественных юрисдикциях были введены меры по ограничению движения капитала. Комплекс реализованных мер, а также накопленный запас прочности и опыта работы финансовых организаций в условиях санкционных ограничений позволили сохранить устойчивость финансовой системы в острой фазе кризиса.

В следующей фазе кризис затронул в большей степени реальный сектор. Ограничение доступа российских нефинансовых компаний к зарубежным рынкам привело к разрыву технологических, производственных и логистических цепочек. Санкции коснулись практически всех экономических субъектов: и экспортеров, столкнувшихся с запретом на импорт их продукции в отдельных странах, и предприятий, использующих в производстве импортные комплектующие. Переориентация торговых потоков осложняется ограничениями транспортной инфраструктуры, длительными процедурами комплаенса, опасениями вторичных санкций со стороны иностранных контрагентов, а также сохранением неблагоприятной эпидемической ситуации в ряде стран. При этом фактором поддержки российских компаний выступают высокие мировые цены на сырьевые товары. Кроме того, благодаря значительному росту прибыли после пандемии многие российские компании сумели существенно снизить свою долговую нагрузку в 2021 г., в результате чего встретили кризис в устойчивом финансовом положении.

Дальнейшие перспективы компаний и их кредитоспособность будут определяться процессами структурной трансформации российской экономики. К началу кризиса кредитные организации накопили запас капитала (6,6 трлн руб.<sup>1</sup>), позволяющий абсорбировать значительный объем возможных потерь и наращивать кредитный портфель. Стабилизация валютного рынка, снижение процентных ставок и долгосрочных доходностей в апреле уменьшили объем потерь финансового сектора. Временные регуляторные послабления дают банкам и некредитным финансовым организациям дополнительное время, чтобы восстановить свое финансовое положение. Послабления остаются актуальными в условиях высокой неопределенности, когда эскалация санкций продолжается и объем потерь, прежде всего от реализации кредитного риска, еще не может быть надежно рассчитан. Однако, чтобы не допустить хронической недооценки кредитных рисков и в последующем недофинансирования перспективных компаний, Банк России будет по мере возможности поэтапно завершать действие послаблений. При необходимости банкам с дефицитом капитала может быть оказана государственная поддержка в виде докапитализации. Долгосрочная сбалансированность бюджета в России обеспечивает необходимое пространство для применения бюджетных мер поддержки.

В условиях жестких санкционных ограничений финансовый рынок России будет вынужден в течение неопределенного времени опираться в основном на внутренних инвесторов. Приоритетом для Банка России будет сохранение доверия граждан и компаний к российскому финансовому рынку и поддержание здорового финансового сектора, который сможет обеспечить необходимое финансирование для перестройки российской экономики.

<sup>1</sup> Запас капитала банковского сектора с учетом надбавок к нормативам и накопленного макропруденциального буфера (по состоянию на 01.02.2022).

## 1. Ограничительные меры недружественных стран и конъюнктура глобальных рынков

Геополитические проблемы оказали негативное влияние не только на экономику и финансовый рынок России, но и на мировую экономику. Перспективы глобального роста существенно ухудшились из-за перебоев с поставками сырья и других логистических проблем, которые вызвали рекордный рост цен на сырьевые ресурсы и продовольственные товары. В результате уже возросшая после пандемии инфляция в мире ускорилась еще больше, а сдержанная реакция ведущих центральных банков может создавать опасность превращения высокой инфляции в хроническую. В случае заметного увеличения стоимости финансирования на глобальных рынках могут обостриться долговые риски, это может нести угрозы для финансовой стабильности более уязвимых стран с накопленными структурными дисбалансами. Эпизоды повышенной волатильности на глобальных рынках в будущем могут усугубляться на фоне снижения доверия к сложившимся механизмам функционирования мировой финансово-экономической системы, которое будет способствовать ее дезинтеграции и может выражаться в изменении подходов стран к политике управления резервными активами, переходе на использование национальных валют в расчетах и так далее.

В условиях жестких санкций недружественных стран и ответных мер валютного контроля уязвимость российского рынка для рисков со стороны глобальных потоков капитала существенно снизилась. Однако из-за высокой доли внешней торговли в ВВП российская экономика по-прежнему подвержена глобальным рискам по каналу текущего счета. Существенное замедление мировой экономики может привести к снижению цен на нефть, металлы, другие составляющие российского экспорта. Потенциальное сокращение экспортных доходов может приводить к повышенной волатильности валютного рынка, ухудшению финансового положения экспортеров и смежных отраслей, повышению кредитных рисков для финансовых организаций и снижению доходов бюджета. Стабилизирующим фактором будет выступать умеренный уровень долговой нагрузки как в государственном, так и в частном секторе.

## 2. Каналы реализации геополитических рисков и ответные меры

Можно выделить шесть каналов трансмиссии санкционного шока на российский финансовый сектор: валютный канал, фондовый канал, процентный канал, канал доходов, кредитный канал, канал страхования.

### **Валютный канал**

Санкционные ограничения со стороны недружественных стран в первую очередь отразились на валютном рынке. Введение санкций способствовало резкому росту спроса иностранных инвесторов на валюту и снижению объема валютной ликвидности на валютном рынке своп. Санкции в отношении отдельных российских банков привели к увеличению объемов неисполненных сделок. В начале марта на рынке сформировался острый дефицит валютной ликвидности.

После введения мер валютного контроля ситуация стабилизировалась. По мере накопления валюты на внутреннем рынке за счет продаж экспортеров введенные валютные ограничения были несколько ослаблены. В марте – апреле активизировались использование валют, альтернативных доллару США и евро, и торговля ими. Поведение физических лиц за счет реализованных мер в целом носило контрциклический характер.

Изменение рыночной конъюнктуры привело к формированию новых среднесрочных тенденций развития валютного рынка, таких как всеобщая девальютизация экономики и снижение на рынке роли доллара США и евро. Отход от использования валют недружественных стран

будет сопровождаться ростом значимости валют дружественных стран, а также постепенным усилением роли рубля в расчетах по внешнеторговым операциям.

### **Фондовый канал**

Распространение шока от введения санкций привело на первом этапе к рекордному выходу иностранных инвесторов из российских активов, снижению фондовых индексов и росту доходностей облигаций федерального займа (ОФЗ) и корпоративных облигаций. На рынках Московской Биржи зафиксировано увеличение объемов неисполнений обязательств участников клиринга перед центральным контрагентом, а также объемов выставленных маржинальных требований. Тем не менее это не сказалось на финансовой устойчивости центрального контрагента Московской Биржи. Позднее указанные показатели вернулись к значениям до начала острой фазы кризиса.

Приостановка биржевых торгов и другие меры Банка России<sup>2</sup> позволили стабилизировать ситуацию. После открытия торгов на фондовом рынке во второй половине марта ситуация быстро стабилизировалась. На текущий момент последствиями распространения шока по фондовому каналу стали существенное снижение объемов операций с финансовыми инструментами, рост роли розничных инвесторов на фондовом рынке и прирост новых клиентов у брокеров – некредитных финансовых организаций (НФО).

Основное влияние на фондовый рынок в ближайшей перспективе станут оказывать внутренние экономические факторы, а дальнейшее развитие рынка будет тесно связано со скоростью структурной трансформации российской экономики. Налаживание взаимодействия с финансовыми системами дружественных стран в перспективе позволит привлечь дополнительный иностранный капитал.

### **Процентный канал**

Массовый уход нерезидентов с российского рынка в феврале вызвал резкий рост доходностей на российском рынке. Повышение Банком России ключевой ставки привело также к значительному увеличению доходностей на коротком участке кривой в марте. Повышение ключевой ставки позволило снизить риски для финансовой стабильности, ослабить инфляционное давление, обеспечить сохранность сбережений граждан и стабилизировать ситуацию с ликвидностью в банковском секторе. Однако одновременно это привело к реализации процентного риска у компаний, имеющих кредиты и другие обязательства с плавающими ставками (около 40%<sup>3</sup> корпоративного кредитного портфеля в рублях), а также у банков и лизинговых компаний, столкнувшихся с опережающим ростом расходов по привлеченным средствам. В то же время последующее снижение ставки позволило существенно сократить ожидаемые потери от процентного риска. Оценочная величина процентного риска банковского сектора в рублях на горизонте одного года находится в диапазоне от 0,3 до 0,7 трлн руб.<sup>4</sup>, что эквивалентно 8–17% чистого процентного дохода (ЧПД) банковского сектора за 2021 год.

Чтобы поддержать заемщиков и уменьшить потенциал трансформации процентного риска в кредитный по кредитам с переменными ставками, был принят закон<sup>5</sup>, позволяющий крупным

<sup>2</sup> Ограничения на операции нерезидентов, запрет коротких продаж, фиксация стоимости финансовых инструментов для банков и НФО, расширение ломбардного списка.

<sup>3</sup> Расчеты Банка России по данным формы отчетности 0409303 по кредитам и приобретенным правам требования по кредитам, предоставленным юридическим лицам – резидентам и индивидуальным предпринимателям.

<sup>4</sup> Оценка величины процентного риска рассчитана на горизонте до одного года с учетом структуры активов и пассивов, имевшейся на момент шока ставок (данные формы отчетности 0409127 на 01.01.2022), с учетом роста ключевой ставки Банка России с 9,5 до 20% и последующего ее снижения в течение года. Оценка варьируется в зависимости от применяемых предположений в отношении изменения срочности привлеченных средств вследствие шока ставок.

<sup>5</sup> Федеральный закон от 26.03.2022 № 71-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

компаниям получить переходный период продолжительностью три месяца, в течение которого ставка по кредиту равными шагами увеличивается до рыночного значения. Всего по состоянию на 17.05.2022 реструктурировано таких кредитов на общую сумму 1,8 трлн рублей<sup>6</sup>. Субъекты малого и среднего предпринимательства (МСП) могут подать заявку в банк о предоставлении кредитных каникул на шесть месяцев, а также рефинансировать кредит с переменной ставкой в рамках специально запущенной для банков программы Банка России. Для ипотечных заемщиков в соответствии с поручением Президента Российской Федерации был принят закон о недопущении увеличения переменных ставок. Для ограничения таких рисков в будущем продолжается доработка к рассмотрению Государственной Думой во втором чтении законопроекта, который предлагает ограничить риски при кредитовании граждан и субъектов МСП по переменным ставкам.

Рост процентных ставок также оказал негативное воздействие на рынок процентных деривативов. На фоне сокращения объема сделок между крупными банками и нерезидентами объем открытых позиций простых процентных свопов сократился практически в два раза. Уход нерезидентов и снижение ликвидности рынка процентных производных финансовых инструментов (ПФИ) ведут к ограничению возможности для российских компаний хеджировать процентный риск.

### **Канал доходов**

Введение недружественными странами ограничительных мер против российских экспортеров и импортеров, разрыв производственных цепочек, уход ряда иностранных компаний из России приводят к сокращению экономической активности в стране, падению доходов компаний и граждан. По данным S&P Global, сводный индекс PMI по выпуску в Российской Федерации<sup>7</sup> в марте 2022 г. упал до значения в 37,7 пункта (в апреле незначительно вырос – до 44,4 пункта) по сравнению со значением в 50,8 пункта в феврале, что было вызвано спадом производства, клиентского спроса и сокращением новых экспортных заказов. Реальные денежные доходы населения за I квартал 2022 г. снизились на 1,0% по отношению к аналогичному периоду 2021 года.

В первую очередь финансовые и операционные трудности испытали компании, в отношении которых были прямо или косвенно введены жесткие санкции.

Одними из первых пострадали представители авиационной отрасли ввиду ограничения воздушного сообщения между Российской Федерацией и рядом западных стран, запрета поставок авиатехники и оказания иностранными компаниями услуг лизинга воздушных транспортных средств для российских компаний. В условиях санкционного давления и, как следствие, потери доходов российским компаниям *авиаотрасли* может понадобиться дополнительная государственная поддержка для сохранения финансовой устойчивости.

Некоторые *экспортно ориентированные компании (металлургические, нефтегазовые и другие)* сталкиваются с серьезными трудностями при поставке своей продукции за рубеж. Вместе с тем потенциальное падение объемов зарубежных продаж может быть отчасти компенсировано как ростом цен на сырьевые товары в краткосрочной перспективе, так и частичной переориентацией поставок на другие рынки в среднесрочном периоде. В целом низкий уровень долговой нагрузки крупнейших экспортеров по итогам 2021 г. позволит им лучше адаптироваться к меняющейся рыночной конъюнктуре в условиях санкционного давления.

Значительное снижение производства в марте – апреле произошло в *автомобильной отрасли* на фоне роста себестоимости производства, отсутствия комплектующих и падения до-

<sup>6</sup> По данным, предоставленным 83 кредитными организациями в рамках опроса Банка России по состоянию на 17.05.2022 (доля в активах банковского сектора – около 60% по состоянию на 01.05.2022).

<sup>7</sup> Сводный индекс PMI по выпуску в Российской Федерации (Russia Composite Output Index) характеризует совокупный выпуск в промышленности и услугах. Значение индекса выше 50 пунктов характеризует рост по отношению к предыдущему месяцу, ниже – снижение.

ходов населения. Ассоциация европейского бизнеса (АЕБ) ожидает, что по итогам 2022 г. объемы продаж новых автомобилей могут сократиться на 50%. В меньшей степени снизилось производство других импортозависимых отраслей.

*Строительная отрасль* в краткосрочной перспективе может начать испытывать финансовые трудности из-за роста себестоимости производства, возможной нехватки строительных материалов и логистических проблем, что в конечном счете может привести к росту долговой нагрузки компаний. Однако реализуемые меры государственной поддержки позволят частично нивелировать возникающие риски.

Рынок *коммерческой недвижимости* пострадал после приостановки деятельности в Российской Федерации ряда зарубежных торговых сетей. По оценкам аналитиков, в II–III кварталах 2022 г. ожидается рост вакантности: в торговых центрах могут оставаться свободными 30–35% площадей.

Спад в экономике, сокращение реальных доходов населения и, как следствие, снижение платежеспособного спроса также могут негативно повлиять на субъекты МСП, которые являются менее финансово устойчивыми, чем крупные игроки рынка.

Компании *ритейла* в меньшей степени страдают от санкционных ограничений, но все же сталкиваются с проблемами логистики и оплаты товаров, а также опасаются снижения спроса после всплеска ажиотажных покупок в марте ввиду осложнения экономической ситуации.

### **Кредитный канал**

Введение санкций со стороны недружественных стран и последовавшее изменение макроэкономических условий привели к тому, что банки стали более осторожно подходить к отбору заемщиков, в том числе учитывать санкционные риски. В связи с этим корпоративные кредиты в иностранной валюте постепенно амортизируются, однако этот процесс может замедлиться из-за проводимых банками реструктуризаций кредитов заемщикам, столкнувшимся с финансовыми трудностями. По отдельным заемщикам отмечается изменение валюты кредита на рубли и ожидается, что этот процесс продолжится в будущем. При этом банки продолжают наращивать предоставление корпоративных кредитов в рублях, хотя и несколько более умеренными темпами.

В розничном кредитовании наблюдается снижение кредитной активности. Если ипотечное кредитование поддерживается государственными льготными программами, на которые по результатам 2021 г. пришлось около 40% предоставленных кредитов, то необеспеченное потребительское кредитование сокращается. Масштаб снижения задолженности сопоставим с сокращением кредитования в первые месяцы пандемии (апрель – май 2020 г.).

Замедление кредитования в кризисные периоды приводит к усугублению экономического спада, что в свою очередь вызывает дальнейшее ухудшение кредитного качества портфеля ссуд. Против этого порочного круга направлена антициклическая политика Банка России (регуляторные послабления, роспуск макропруденциальных буферов), а также государственные программы по стимулированию кредитования. Правительством Российской Федерации была запущена программа льготного кредитования системообразующих предприятий под гарантии ВЭБ.РФ, поручительства ВЭБ.РФ также будут предоставляться по кредитам производственным предприятиям. Банк России совместно с АО «Корпорация «МСП» разработал программы по поддержке кредитования субъектов МСП. По программе Правительства Российской Федерации предоставлено кредитов на сумму 301 млрд руб.<sup>8</sup> (на 17.05.2022), а по программам Банка России – 103 млрд руб. (на 01.05.2022).

<sup>8</sup> По данным, предоставленным 83 кредитными организациями в рамках опроса Банка России по состоянию на 17.05.2022 в отношении льготных кредитов системообразующим компаниям агропромышленного комплекса (постановление Правительства Российской Федерации от 16.03.2022 № 375) и предприятиям сферы промышленности и торговли (постановление Правительства Российской Федерации от 17.03.2022 № 393).

Качество корпоративного кредитного портфеля остается неопределенным, так как банкам требуется время на оценку жизнеспособности бизнес-моделей заемщиков в новых экономических условиях. Чтобы заемщики могли быстрее адаптироваться к новым условиям, банки реструктурируют кредиты. Банк России в свою очередь предоставил банкам временные регуляторные послабления, которые позволяют не переоценивать качество ссуд и, соответственно, не увеличивать резервы на возможные потери по реструктурированным кредитам. Доля реструктурированных банками кредитов составляет около 6% корпоративного кредитного портфеля, что больше, чем в начале пандемии, но потери по таким кредитам могут быть полностью покрыты текущим запасом капитала банков.

Качество розничного кредитного портфеля пока остается стабильным: спрос на реструктуризацию кредитов со стороны заемщиков, в том числе на получение кредитных каникул в силу закона, остается умеренным: на 1 мая было реструктурировано 0,6% задолженности по кредитам физических лиц – значительно меньше, чем в первый месяц пандемии. Однако у ряда банков уже отмечается увеличение доли потребительских кредитов, по которым заемщики допустили первую просрочку. На фоне роста безработицы и снижения реальных доходов населения качество розничного кредитного портфеля может ухудшиться, а спрос на реструктуризацию кредитов – возрасти.

### **Канал страхования**

Попадание ряда страховых компаний под блокирующие санкции, а также прямой запрет на страхование авиационных и иных рисков на фоне высокой зависимости российского страхового рынка от перестраховщиков из недружественных стран затронули российских страховщиков и их страхователей. Банк России принимает меры, направленные на смягчение последствий возможного отказа зарубежных перестраховщиков от сотрудничества и/или исполнения своих обязательств перед российскими страховщиками (в частности, увеличивая капитал Российской национальной перестраховочной компании (РНПК) для принятия большего объема рисков).

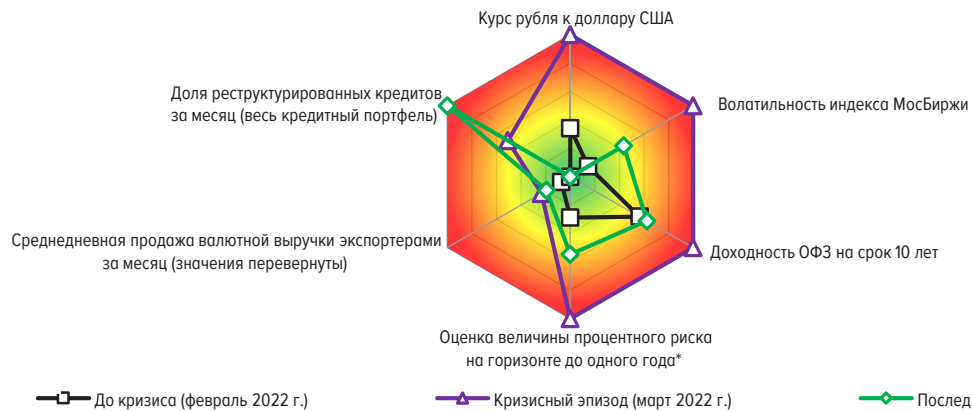
В сегменте автострахования перебои с поставками автозапчастей и расходных материалов способствуют удорожанию восстановительного ремонта и оказывают давление на убыточность страховщиков ОСАГО. Смягчить ситуацию призван предложенный Банком России новый порядок расчета возмещения по ОСАГО, учитывающий цены аналогов при отсутствии оригинальных запчастей.



## КАРТА РИСКОВ

КАРТА РИСКОВ ДЛЯ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

Рис. 1



Примечание. Шкала от 0 до 100 ед. отражает минимальные и максимальные значения индикаторов на горизонте с начала 2020 г. по 24 мая 2022 года. От центра к периферии – ухудшение показателя.

\* Оценка величины процентного риска рассчитана на горизонте до одного года с учетом структуры активов и пассивов, имевшейся на момент шока ставок (данные формы отчетности 0409127 на 01.01.2022), с учетом роста ключевой ставки Банка России с 9,5 до 20% и последующего ее снижения в течение года. Оценка варьируется в зависимости от применяемых предпосылок в отношении изменения срочности привлеченных средств вследствие шока ставок.

## 1. ОГРАНИЧИТЕЛЬНЫЕ МЕРЫ НЕДРУЖЕСТВЕННЫХ СТРАН И КОНЬЮНКТУРА ГЛОБАЛЬНЫХ РЫНКОВ

*Геополитические проблемы оказали негативное влияние не только на российскую экономику и финансовый рынок, но и на глобальную экономику. Международные организации и регуляторы развитых и развивающихся стран заметно ухудшили прогнозы по экономическому росту на 2022 и 2023 годы. Однако замедление роста ВВП может оказаться еще более существенным из-за целого ряда вторичных эффектов. Главный риск сейчас связан с ускорением уже возросшей после пандемии инфляции. Цены на сырьевые товары и продовольствие достигли максимумов за долгие годы. При этом сдержанная реакция ведущих центральных банков может способствовать переходу высокой инфляции в хроническую. В случае агрессивного ужесточения политики заметное увеличение стоимости финансирования на глобальных рынках приведет к увеличению расходов на обслуживание долгов и может нести угрозы для финансовой стабильности более уязвимых стран. Новые вызовы будут возникать также на фоне фрагментации мировой финансово-экономической системы, которая неизбежна из-за возникающих барьеров и снижения доверия к сложившимся механизмам ее функционирования.*

**В 2022 г. против российской экономики и граждан были введены беспрецедентные по масштабам санкционные ограничения.** Под блокирующие санкции попали финансовые организации (включая крупнейшие банки), компании реального сектора и физические лица, активы которых заморожены на территории США, Европейского союза (ЕС), Великобритании и ряда других стран. Санкции коснулись экспорта некоторых российских товаров и ввоза в Россию отдельных категорий зарубежной продукции. Под ударом оказались авиационные, железнодорожные пассажирские и грузовые перевозки, логистические операторы, был ограничен доступ российских морских судов к европейским и американским портам. Помимо этого, были введены секторальные ограничения: с рядом российских организаций запрещены отдельные виды сделок, в том числе связанные с привлечением финансирования, ограничены операции с российскими государственными ценными бумагами. Были заморожены активы Банка России на общую сумму около 300 млрд долл. США. Отдельным российским коммерческим банкам отказано в оказании услуг по международному обмену финансовыми сообщениями (SWIFT). Многие крупные международные компании различного профиля покинули российский рынок или приостановили работу на нем, а также прекратили новые инвестиции в российскую экономику. Платежные системы Visa и Mastercard объявили о прекращении обслуживания российских карт, а международные расчетно-клиринговые организации (Euroclear и Clearstream) приостановили операции российских клиентов с ценными бумагами и выплаты доходов по ним.

**Все это привело к ограничению доступа России к зарубежным рынкам капитала и сбыта и, как следствие, к разрыву технологических, производственных и логистических цепочек.** Санкции затронули компании топливно-энергетического и оборонно-промышленного комплексов, металлургии и угольной промышленности, машиностроения, ИТ, производства минералов и удобрений, товаров потребительского сектора и другие. Ограничения коснулись практически всех экономических субъектов, осуществляющих внешнеторговые операции. Трудности испытывают российские предприятия, использующие в производстве импортное сырье и комплектующие. Компании-экспортеры переориентируют экспортные потоки на новые рынки сбыта. При этом поиск новых поставщиков и партнеров связан с временными затратами. Это обусловлено и тем, что некоторые иностранные контрагенты отказываются от сотрудничества, опасаясь вторичных санкций.

## ТЕМПЫ ПРИРОСТА МИРОВОГО ВВП, ПРОГНОЗ МВФ (%)

Табл. 1

	2021	Прогноз МВФ на апрель 2022		Разница с прогнозом МВФ на январь 2022 (п.п.)	
		2022	2023	2022	2023
<b>Темпы прироста мирового ВВП</b>	<b>6,1</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,2</b>
<b>Развитые страны</b>	<b>5,2</b>	<b>3,3</b>	<b>2,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,2</b>
США	5,7	3,7	2,3	-0,3	-0,3
Соединенное Королевство	7,4	3,7	1,2	-1,0	-1,1
Еврозона	5,3	2,8	2,3	-1,1	-0,2
Германия	2,8	2,1	2,7	-1,7	0,2
Франция	7,0	2,9	1,4	-0,6	-0,4
Италия	6,6	2,3	1,7	-1,5	-0,5
Испания	5,1	4,8	3,3	-1,0	-0,5
Япония	1,6	2,4	2,3	-0,9	0,5
<b>СФР и развивающиеся страны</b>	<b>6,8</b>	<b>3,8</b>	<b>4,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,3</b>
Китай	8,1	4,4	5,1	-0,4	-0,1
Индия	8,9	8,2	6,9	-0,8	-0,2
<b>Россия</b>	<b>4,7</b>	<b>-8,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>-11,3</b>	<b>-4,4</b>
Бразилия	4,6	0,8	1,4	0,5	-0,2
ЮАР	4,9	1,9	1,4	0,0	0,0
Мексика	4,8	2,0	2,5	-0,8	-0,2

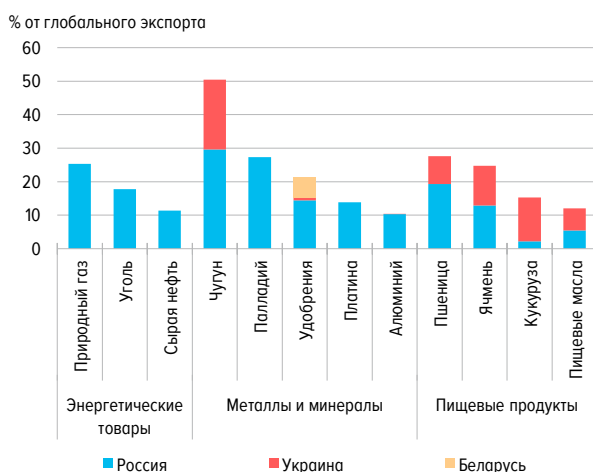
Источник: МВФ.

**В этих условиях ухудшились и перспективы глобального роста.** В апреле 2022 г. Международный валютный фонд (МВФ) снизил прогноз прироста мирового ВВП в 2022 г. по сравнению с январской оценкой на 0,8 п.п. (до 3,6%) после роста на 6,1% в 2021 г. (табл. 1). Оценка прироста ВВП была снижена как по развитым, так и по развивающимся экономикам. При этом замедление роста ВВП может оказаться более существенным, чем ожидается сейчас.

**Основным каналом реализации вторичных эффектов санкций является шок на товарно-сырьевых рынках, который привел к ускорению уже возросшей после пандемии инфляции.** Рост цен на сырье ускорился (рис. 3) прежде всего из-за действия факторов со стороны предложения. Дефицит товаров на глобальных сырьевых рынках сформировался

ДОЛЯ РОССИИ И УКРАИНЫ В ГЛОБАЛЬНОМ ЭКСПОРТЕ СЫРЬЯ

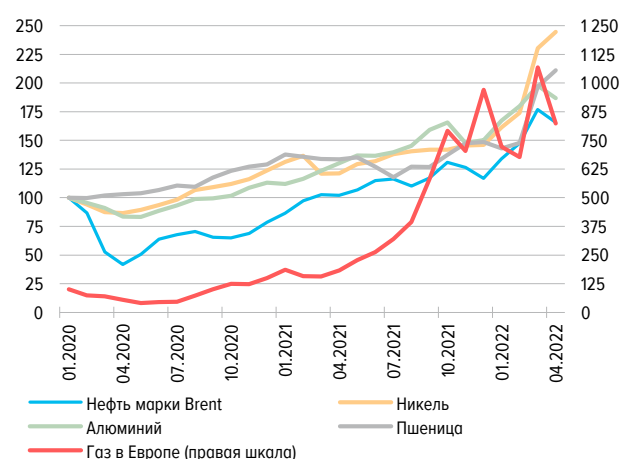
Рис. 2



Источник: Всемирный банк.

ИЗМЕНЕНИЕ СРЕДНЕМЕСЯЧНЫХ ЦЕН НА СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ (ЯНВАРЬ 2020 Г. = 100)

Рис. 3



Источники: Westmetall.com, Investing.com.

на фоне санкций, вызвавших перебои с поставками из России, на которую приходится высокая доля в глобальном экспорте сырья (рис. 2). Влияние на цены оказали как прямые ограничения (запрет на поставки определенных видов товаров российского производства, санкции в отношении российских компаний, ограничение доступа российских судов к портам), так и косвенные (рост стоимости перевозок, высокие ставки фрахта и страховых взносов на аренду судов). В результате цены на энергетические товары и промышленные металлы возросли до рекордных значений за долгие годы. Также в текущих условиях выросли и цены на сельскохозяйственные товары. При этом сырьевые цены все еще характеризуются высокой степенью волатильности из-за сохраняющейся неопределенности относительно возможного расширения санкций (включая обсуждаемое в ЕС эмбарго на поставки нефти и газа из России).

Стоимость нефти марки Brent достигала 130 долл. США за баррель в начале марта 2022 г., на 17 мая она составила 111 долл. США за баррель. Чтобы предотвратить чрезмерный рост цен, страны – члены Международного энергетического агентства (МЭА) совместно с США в марте – апреле приняли решение о высвобождении нефти из своих стратегических резервов<sup>1</sup>. Однако в мае США, напротив, объявили о намерении купить нефть для пополнения своих резервов, что может вызвать повышательное давление на нефтяные цены. Цены на природный газ в Европе в начале марта достигали 3700 долл./тыс. куб. м, в настоящее время европейские ценовые котировки находятся в диапазоне 1000–1200 долл./тыс. куб. м. На мировых рынках цветных металлов наиболее заметный рост цен произошел на рынке никеля (более 35% кв/кв в I квартале 2022 г.) и алюминия (18% кв/кв в I квартале 2022 г.)<sup>2</sup>. Дополнительное давление на цены на металлы оказывает значительное снижение объемов производства и, соответственно, запасов промышленных металлов в мире из-за роста цен на электроэнергию ([запасы никеля, алюминия, меди и цинка сократились за последний год на 70%](#)).

Существенный рост цен наблюдается также на мировом рынке сельскохозяйственных и продовольственных товаров, что усугубляет положение прежде всего бедных стран. Например, с начала 2022 г. по 22 апреля цены на пшеницу выросли на 66%<sup>3</sup>. Индекс продовольственных цен FAO Food Index, который отражает международные цены продовольственных товаров, [вырос в марте на 13,2% по сравнению с февралем 2022 г.](#), достигнув рекордного уровня за всю историю наблюдений с 1990 г. (в апреле индекс снизился на 0,8% по сравнению с предыдущим месяцем). Позитивным фактором для мирового рынка сельскохозяйственных товаров стало решение Правительства Российской Федерации<sup>4</sup> об увеличении экспортных квот для российских производителей минеральных удобрений на 501 тыс. тонн<sup>5</sup>.

**Рост инфляции требует более решительного ужесточения денежно-кредитной политики ведущими центральными банками.** Характер ускорения инфляции оказался более устойчивым по сравнению с первоначальными ожиданиями многих зарубежных центральных банков, и в этих условиях их несколько запоздалая реакция может создать опасность превращения высокой инфляции в хроническую на глобальном уровне. Согласно апрельской оценке МВФ, инфляция в развитых странах увеличится до 5,7% в 2022 г. (максимум за 38 лет), а в странах с формирующимися рынками (СФР) и развивающихся странах – до 8,7% (максимум с 2008 г.).

В этом году денежные рынки ожидают повышения диапазона ключевой ставки Федеральной резервной системы (ФРС) США до 2,50–2,75% (в марте ФРС США увеличила став-

<sup>1</sup> В соответствии с заявлением МЭА в течение следующих шести месяцев на рынок будет поставлено 240 млн баррелей нефти из стратегических запасов, что эквивалентно более 1 млн баррелей/сутки (по данным Всемирного банка, около 20% российского экспорта – *Commodity Markets Outlook, April 2022*).

<sup>2</sup> По данным Всемирного банка (*Commodity Markets Outlook, April 2022*).

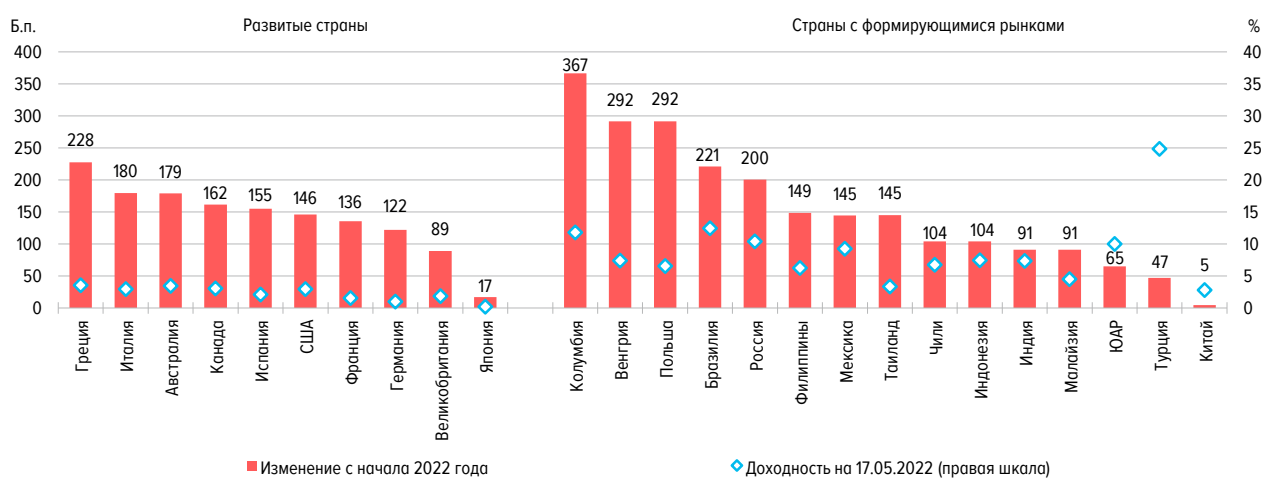
<sup>3</sup> По данным Всемирного банка (*Commodity Markets Outlook, April 2022*).

<sup>4</sup> Постановление Правительства Российской Федерации от 29.04.2022 № 779.

<sup>5</sup> При этом в ЕС все еще действует ограничение на минеральные и химические удобрения, введенное 08.04.2022 в рамках четвертого пакета санкций.

## ИЗМЕНЕНИЕ ДОХОДНОСТЕЙ ГОСОБЛИГАЦИЙ НА СРОК 10 ЛЕТ С НАЧАЛА 2022 ГОДА

Рис. 4



Источник: Sponds.

ку на 0,25 п.п., а в мае – на 0,5 п.п. (до 0,75–1,00%) и объявила о том, что начнет продажу облигаций с баланса с июня 2022 г.). Европейский центральный банк (ЕЦБ), как ожидают рынки, приступит к повышению ключевой ставки в июле 2022 года. Ожидания ужесточения денежно-кредитной политики уже отражаются в росте стоимости финансирования во многих странах. С начала 2022 г. доходность гособлигаций на срок 10 лет в США выросла на 146 б.п. (до 2,98%) на 17 мая, в Великобритании за аналогичный период – на 89 б.п. (до 1,86%), в Германии – на 122 б.п. (до 1,04%), в 15 основных СФР – на 155 б.п. (рис. 4).

**Ужесточение денежно-кредитной политики и продолжающийся рост инфляции отражаются в нисходящей динамике фондовых рынков и снижении склонности к риску среди глобальных инвесторов.** С начала 2022 г. по 17 мая стоимость американских акций (индекс S&P 500) снизилась на 14,2%, европейских акций (STOXX Europe 600) – на 10,2%, а фондовые рынки в Китае (Shanghai Composite) снизились за тот же период на 15,0%, потеряв рост с начала 2020 года. Распродажи на фондовых рынках ведущих стран могут привести к пересмотру баланса и структуры рисков развивающихся экономик, в результате чего они могут столкнуться с более значительным оттоком капитала.

**Волатильность фондовых рынков привела к обвалу на рынке криптовалют.** По данным [CoinMarketCap](#), 12 мая 2022 г. курс биткойна опустился ниже 27 тыс. долл. США – минимального уровня с 2020 г.; с учетом пиковой цены в ноябре 2021 г. биткойн подешевел более чем на 60%. Что касается стейблкоинов, значимым событием стало отвязывание курса TerraUSD от доллара США, к которому он привязан алгоритмически: 11 мая курс TerraUSD снизился на 70%. Падение данной криптовалюты продолжилось и к 21 мая составило более чем 90%. Это говорит о том, что алгоритмические методы стабилизации курса криптовалют могут быть неэффективны. Стабилизация стейблкоинов с помощью резервов также недостаточно надежна, так как они по сути являются фондами денежного рынка со всеми присущими им рисками (главный из которых – резкое падение курса при массовой распродаже инвесторами). Курс крупнейшего стейблкоина Tether продемонстрировал 11–13 мая одно из крупнейших своих падений, достигнув локального минимума в 0,95 долл. США за 1 USDT.

**Ужесточение финансовых условий в мире чревато повышением долговых рисков и связанных с ними рисков для финансовой стабильности.** Уровень долговой нагрузки во многих странах существенно увеличился еще на фоне пандемии. По данным Банка международных расчетов (БМР), совокупный долг стран «Группы двадцати», включая долг государств, нефинансовых компаний и домохозяйств, [увеличился до 267,7% ВВП на 1 октября 2021 г. с 246,8% ВВП на 1 января 2020 года](#). Рекордные уровни долговой нагрузки осложняют последствия по-

вышения ставок центральными банками. С учетом этого в нынешних условиях многим странам будет непросто добиться «мягкой посадки» экономики, обеспечив баланс между снижением уровня инфляции с помощью повышения ставок, с одной стороны, и недопущением роста безработицы и усиления рисков для финансовой стабильности – с другой. Рискам долгового кризиса подвержены не только развивающиеся страны (недавний пример – дефолт Шри-Ланки), но и развитые страны (например, проблема с закредитованными компаниями в США<sup>6</sup> и Европе<sup>7</sup>). На фоне долговых проблем возможны эффекты негативной обратной связи между государственным, финансовым и корпоративным секторами, что может еще больше усугубить риски замедления роста.

**Кроме того, нельзя исключать снижения сырьевых цен из-за замедления глобального роста, а также из-за новых волн пандемии.** И хотя ситуация с пандемией в мире сейчас улучшилась, а многие страны активно снимают ранее введенные ограничения, все еще нельзя исключать появления новых штаммов коронавируса и их широкого распространения. В последнее время проблема пандемии переместилась из Европы в Азию. В марте – апреле в Гонконге отмечался самый высокий уровень смертности. В Шанхае на фоне всплеска заражений с конца марта введен локдаун в соответствии с политикой «нулевой терпимости», что привело к снижению деловой активности и объемов товарооборота в Китае, а также негативно отразилось на цепочках глобальных поставок.

**Наконец, дальнейшее развитие мировой экономики и финансовой системы будет также определяться нарастающим процессом дезинтеграции.** На фоне масштабных санкционных рисков возникают предпосылки/стимулы для формирования валютных и торговых блоков, локальных платежных систем. Прецедент заморозки валютной части золотовалютных резервов Банка России (а также обсуждение их возможной конфискации в Конгрессе США) приведет к тому, что центральные банки (прежде всего в странах Азии и Ближнего Востока) будут переосмысливать риски размещения своих резервов в долларах США и евро. Можно ожидать повышения спроса на золото и снижения роли доллара США и евро как резервных активов. По данным Всемирного совета по золоту, [мировой спрос на золото в I квартале 2022 г. увеличился на 34% в годовом выражении](#). На фоне таких глобальных изменений возможны периоды повышенной волатильности на мировых рынках, которые будут способствовать росту уровня процентных ставок.

**Глобальные риски продолжают оказывать определенное влияние на Россию, несмотря на санкции. Риски оттока капитала сейчас неактуальны, так как движение средств по финансовому счету в России ограничено, взаимодействие сохраняется в основном только с дружественными юрисдикциями. Однако риски могут распространяться по каналу текущего счета, если замедление глобальной экономики приведет к падению цен на сырьевые и другие товары российского экспорта. В случае крайне негативного сценария сокращение экспортных доходов будет оказывать давление на рубль, усугубит ситуацию у экспортеров и смежных отраслей, негативно отразится на бюджете и приведет к повышению кредитных рисков. Одновременно с этим стабилизирующим фактором выступит наличие умеренного уровня долговой нагрузки как в государственном, так и в частном секторе.**

<sup>6</sup> [Снижение спроса на рискованные активы привело к некоторому снижению индекса S&P/LSTA US Leveraged Loan 100, который отражает эффективность кредитных инструментов на рынке leveraged loans в США – на 2% с начала 2022 г. по 10 мая.](#)

<sup>7</sup> [В Европе банковский риск по кредитам с использованием заемных средств \(leveraged loans\) увеличился с 40 до 60% от CET1 за период менее четырех лет.](#)

## 2. КАНАЛЫ РЕАЛИЗАЦИИ ГЕОПОЛИТИЧЕСКИХ РИСКОВ И ОТВЕТНЫЕ МЕРЫ

### 2.1. Валютный канал

*На начальной фазе введения санкционных ограничений основной риск реализовался по валютному каналу, действие которого проявилось в существенном изменении баланса спроса и предложения валюты на валютном рынке и, как следствие, экстремальной волатильности курса рубля. Как и в предыдущие периоды повышенной волатильности на российском рынке, иностранные инвесторы стремились осуществить быстрый выход из местных активов и конвертировать рубли в иностранную валюту. В условиях интенсивного оттока капитала в связи с потерей Банком России возможности осуществления валютных интервенций, указом Президента Российской Федерации был введен ряд мер валютного контроля. Реализованные меры позволили смягчить эффект санкций, снизить негативное воздействие иностранных участников на рынок и постепенно нормализовать ситуацию на внутреннем валютном рынке. Это дало возможность Банку России постепенно начать смягчение мер валютного регулирования, которые ограничивают операции резидентов Российской Федерации. Структурные изменения, происходящие в экономике, в среднесрочной перспективе приведут к снижению роли доллара США и евро на российском рынке и росту значимости валют дружественных стран.*

#### Начальная фаза

Продажи нерезидентами российских активов и резкий рост спроса на иностранную валюту с последующим выводом ее из страны на начальной стадии шока привели к ослаблению рубля. За период с 21 по 28 февраля дочерние иностранные банки и нерезиденты приобрели валюты на сумму 429,4 млрд руб., что превысило объемы покупок валюты этой категории участников во все предыдущие кризисные периоды (табл. 2). Быстрая реализация недружественными странами большого пакета санкционных мер (блокировка части золотовалютных резервов Банка России, включение системно значимых банков в SDN-список<sup>1</sup>) и готовность к их дальнейшему расширению послужили причиной введения мер валютного контроля. Благодаря введенным мерам удалось в короткие сроки остановить отток иностранного капита-

ДИНАМИКА РОССИЙСКОГО ВАЛЮТНОГО РЫНКА В ЭПИЗОДЫ ПОВЫШЕННОЙ ВОЛАТИЛЬНОСТИ

Табл. 2

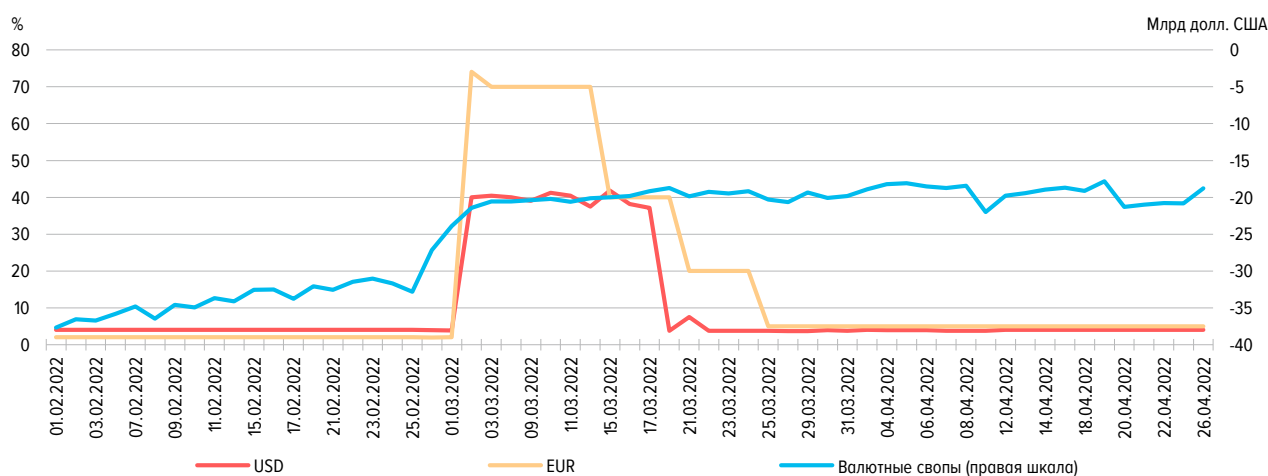
Показатели реакции рынка	Валютный рынок (спот)	
	Ослабление (+)/укрепление (-) рубля относительно доллара США, %	Объем нетто-продаж (+)/покупок (-) иностранной валюты нерезидентами и дочерними иностранными организациями, млрд руб.
6 – 12 апреля 2018 г. (санкции США)	6,6	-153,5
7 – 17 августа 2018 г. (законопроекты о санкциях и отток из СФР)	5,6	-99,4
20 – 28 февраля 2020 г. (коронавирус)	5,2	-164,5
2 – 19 марта 2020 г. (коронавирус и нефтяной шок)	18,4	-314,3
13 – 25 января 2022 г. (переговоры о безопасности)	5,3	-164,3
21 – 28 февраля 2022 г. (отток нерезидентов)	26,6	-429,4

Источник: Московская Биржа.

<sup>1</sup> Черный список людей и организаций, который ведет офис по контролю за иностранными активами (OFAC) Министерства финансов США.

СРЕДНЯЯ ШТРАФНАЯ СТАВКА НКЦ ЗА ПЕРЕНОС ПОЗИЦИЙ ПО ДОЛЛАРУ США И ЕВРО И СУММАРНАЯ ПОЗИЦИЯ (ОБЯЗАТЕЛЬСТВА) УЧАСТНИКОВ РЫНКА ВАЛЮТНЫХ СВОПОВ

Рис. 5



Источники: Московская Биржа, НКО АО НРД.

ла из страны. Помимо иностранных инвесторов, спрос на валютную ликвидность начал расти и со стороны локальных банков, использующих ее для закрытия открытых позиций по сделкам с нерезидентами.

Влияние санкционных ограничений на российскую экономику через валютный канал проявилось и в снижении объемов ликвидности на рынке валютных свопов. На фоне сворачивания нерезидентами короткой позиции по валюте и длинной позиции по рублю совокупные обязательства участников рынка снизились с 34 до 19 млрд долл. США. Сужение предложения валютной ликвидности привело к резкому росту ее стоимости на внутреннем рынке. В частности, средние штрафные ставки за перенос позиции по доллару США и евро, устанавливаемые Национальным клиринговым центром (НКЦ), в отдельные периоды превышали 41 и 71% годовых соответственно (в данный момент – на уровне 4 и 5%) (рис. 5).

### Врезка 1. Закрытие сделок на финансовом рынке

#### В марте увеличились объемы закрытия сделок банков на рынке ПФИ<sup>1</sup>

Увеличение объемов неисполненных сделок связано с невозможностью российских банков под санкциями продолжать исполнять контракты с нерезидентами (в основном из недружественных стран<sup>2</sup>).

Пик неисполнений пришелся на вторую половину марта (рис. 6), когда объемы неисполнений составили 3,5 трлн руб. (1,4 трлн руб. – валютный своп, 1,3 трлн руб. – процентный своп в одной валюте, 0,4 трлн руб. – процентный своп в двух валютах). К 1 апреля по основному объему неисполнений произошло урегулирование, большая часть сделок подсанкционных банков с нерезидентами была прекращена.

В долгосрочном периоде сокращение объемов операций с нерезидентами снижает возможность хеджирования валютных и процентных рисков для кредитных организаций, однако для большинства кредитных организаций это не представляется критичным, поскольку российские банки и раньше преимущественно использовали балансовые способы хеджирования своих рисков.

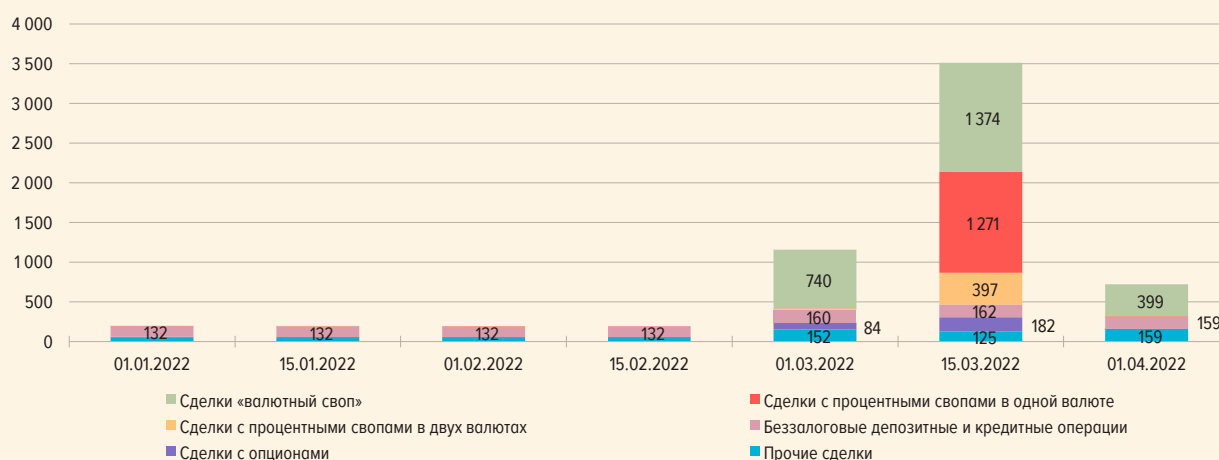
<sup>1</sup> По данным формы отчетности 0409702. В нее включаются внебиржевые сделки репо, ПФИ и кредиты/депозиты кредитных организаций и клиентов кредитных организаций, которые являются неисполненными на отчетную дату (отмененные или урегулированные сделки не попадают в отчетность).

<sup>2</sup> Распоряжение Правительства Российской Федерации от 05.03.2022 № 430-р.



ОБЪЕМ НЕИСПОЛНЕННЫХ СДЕЛОК В 2022 ГОДУ  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 6



Примечание. Объемы неисполнения указаны относительно второй стороны по сделкам.  
Источник: данные формы отчетности 0409702.

**Ответные меры**

Формирование существенного дисбаланса спроса и предложения на внутреннем валютном рынке на начальном этапе и снижение возможности осуществления интервенций на валютном рынке со стороны Банка России привели к необходимости введения ответных мер в части валютных ограничений и валютного контроля. По мере стабилизации ситуации на рынке введенные валютные ограничения постепенно ослаблялись.

## МЕРЫ ВАЛЮТНОГО КОНТРОЛЯ

Табл. 3

№	Мера валютного контроля	Текущее состояние
1	Обязательная продажа 80% валютной выручки экспортерами для повышения предложения иностранной валюты	Доля обязательной продажи валютной выручки экспортерами снижена до 50%, срок обязательной продажи увеличен до 120 рабочих дней
2	Ограничения на покупку иностранной валюты на российском рынке для нерезидентов из недружественных стран	Мера сохраняется
3	Количественные ограничения на снятие наличной иностранной валюты, а также на переводы иностранной валюты за рубеж	Увеличен лимит на перевод физическими лицами денежных средств за рубеж (до 50 тыс. долл. США со счетов и до 5 тыс. долл. США без открытия счета). Разрешена продажа физическим лицам наличной иностранной валюты: с 18.04.2022 – долларов США и евро, поступивших в кассу банка начиная с 9 апреля, с 20.05.2022 – иных видов валюты без ограничений
4	Дополнительные комиссии на совершение операций по покупке отдельных видов иностранной валюты (USD, EUR, GBP)* в размере 30%	Комиссия снижена сначала до уровня 12%, в данный момент не взимается

\* Для снижения инфляционных рисков были предоставлены послабления импортерам, которые получили возможность покупать валюту с незначительным спредем к биржевому курсу.

**Валютный рынок в условиях новой экономической конъюнктуры**

Реализация ответных мер изменила трансмиссию санкционного шока по валютному каналу. Спрос на валюту вырос со стороны банков и других финансовых компаний, которым была необходима валюта для закрытия своих валютных обязательств, в том числе по сделкам ПФИ (см. врезку 1), что во многом обусловило резкий дефицит валюты на рынке. В апреле такая потребность уменьшилась, большая часть неисполненных сделок ПФИ была урегулирована, банки и другие финансовые компании перешли к нетто-продажам валюты.

По мере накопления валюты на внутреннем рынке за счет продаж экспортеров, снижения спроса на валюту в условиях уменьшения импорта и сокращения обязательств перед

иностранными инвесторами ситуация стабилизировалась, что позволило постепенно смягчить меры валютного контроля. Рынок валютных свопов также стабилизировался, оставшиеся участники сохраняли открытый объем позиций.

На фоне оттока средств клиентов с валютных счетов ускорился процесс девальютизации обязательств банковского сектора. В феврале – апреле уровень валютизации обязательств кредитных организаций снизился на 1,2 п.п. (до 24%) к 01.05.2022<sup>2</sup>. Доля валютных обязательств перед корпоративными клиентами сократилась за три месяца на 2,6 п.п. (до 31%), перед физическими лицами – на 4,2 п.п. (до 16%) к 01.05.2022. В то же время валютизация активов увеличилась на 3,0 п.п. (до 24%) на фоне роста ликвидных активов банков в иностранной валюте, валютизация кредитного портфеля оставалась вблизи 16%. В результате валютный гэп<sup>3</sup> к 01.05.2022 увеличился до 32 млрд долл. США.

Одним из итогов наложенных санкционных ограничений для валютного рынка стала тенденция увеличения использования альтернативных доллару США и евро валют (см. врезку 2). Также отмечается рост спроса на физическое золото на фоне отмены НДС на покупку золотых слитков.

### Врезка 2. Повышение роли юаня на российском валютном рынке

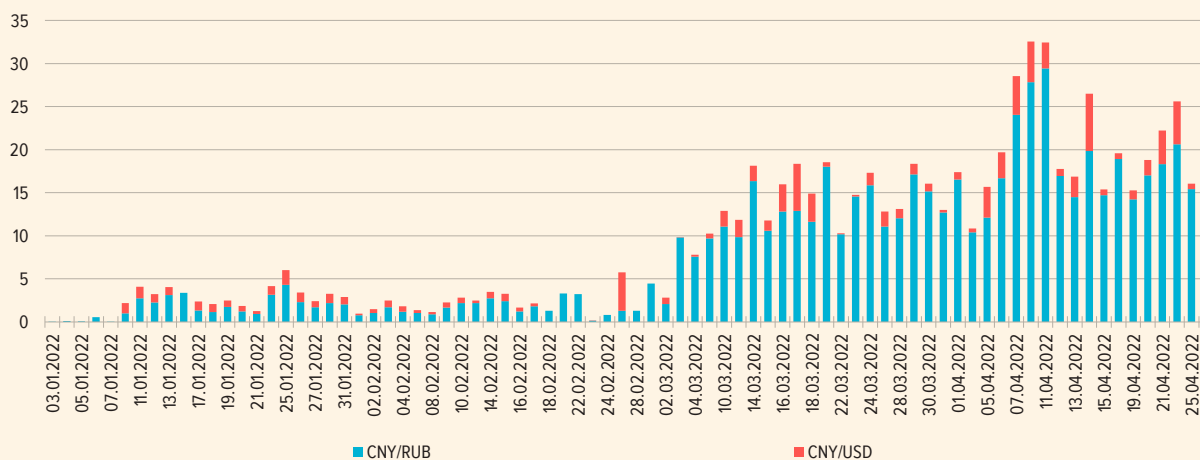
Активность на биржевом и внебиржевом рынках CNY/RUB стала формироваться с начала марта 2022 г. (после обострения санкционного давления), и с этого времени наблюдаются стабильные объемы торгов (по 10–30 млрд руб. в день в биржевом и внебиржевом сегментах). Также на биржевом рынке наблюдается рост объема торгов парой CNY/USD. Тем не менее в биржевом сегменте он существенно ниже и находится в диапазоне от 0 до 5 млрд руб. в день (рис. 7), тогда как на внебиржевом рынке – на уровне в среднем выше 10 млрд руб. в день. В целом доля юаня в объеме биржевых торгов спот значительно выросла – с 0,5% в январе до 7% в апреле.

Внебиржевой рынок по инструменту CNY/прочие валюты в основном отличается от биржевого большим уровнем ликвидности. Наиболее активно торговля ведется инструментами CNY/USD и CNY/RUB, чуть менее популярным является инструмент CNY/EUR (рис. 8).

С начала марта значительно усилился интерес физических лиц к рынку юаня, который используется ими для диверсификации сбережений и вложения части средств в более надежные с точки зрения геополитических рисков финансовые инструменты. За период кризиса физические лица приобрели юаней на биржевом рынке на сумму 27,3 млрд руб. (рис. 9).

ОБЪЕМ ТОРГОВ ЮАНЕМ НА РОССИЙСКОМ БИРЖЕВОМ РЫНКЕ СПОТ  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 7



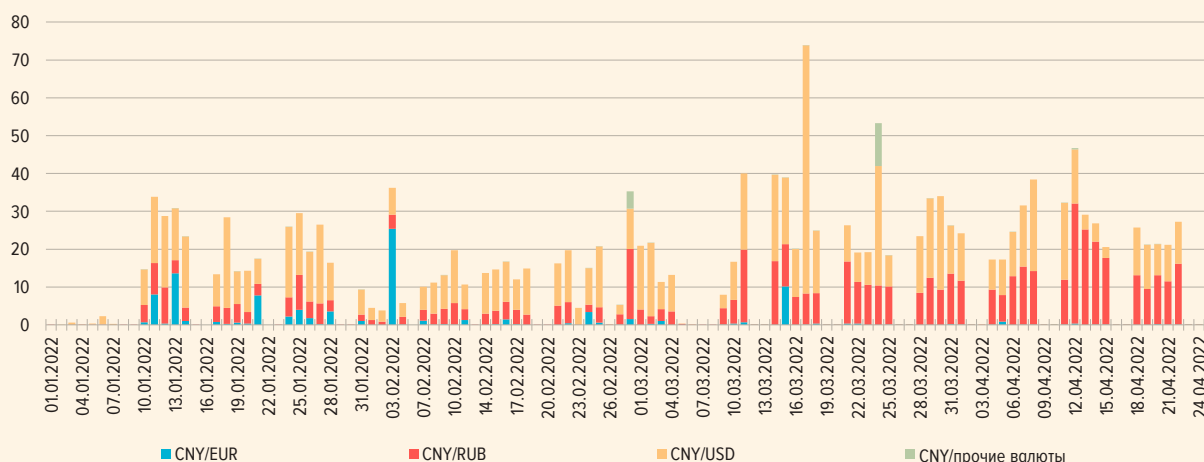
Источник: Московская Биржа.

<sup>2</sup> С устранением влияния курсовой переоценки. Валютизация рассчитана по курсу на 31.01.2022. Источник: данные формы отчетности 0409101.

<sup>3</sup> Разница между балансовыми активами и балансовыми обязательствами банковского сектора в иностранной валюте.

ОБЪЕМ ТОРГОВ ЮАНЕМ НА ВНЕБИРЖЕВОМ РЫНКЕ СПОТ  
(МЛРД РУБ.)

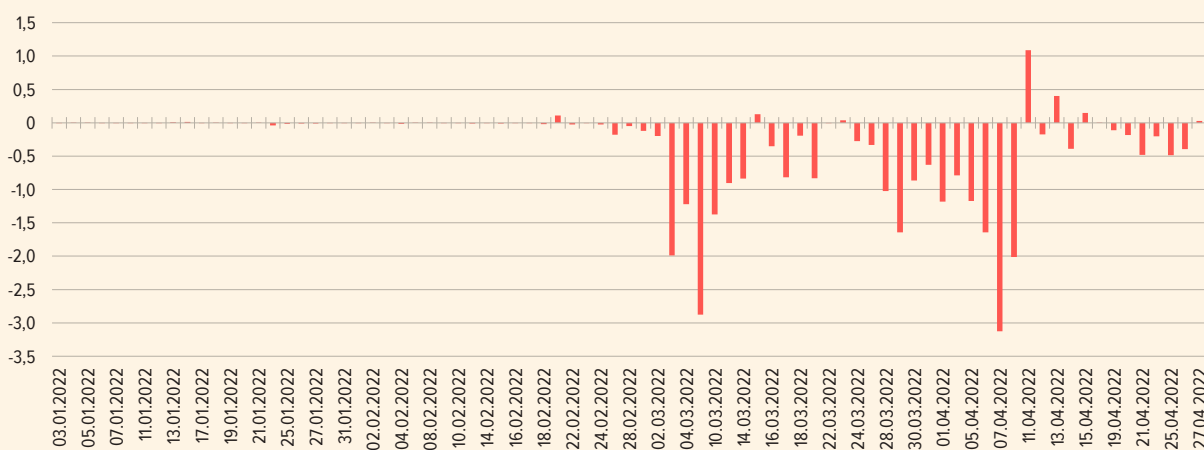
Рис. 8



Источник: данные формы отчетности 0409701.

НЕТТО-ПРОДАЖА (+)/ПОКУПКА (-) ЮАНЕЙ ЗА РУБЛИ ФИЗИЧЕСКИМИ ЛИЦАМИ НА БИРЖЕВОМ РЫНКЕ СПОТ  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 9



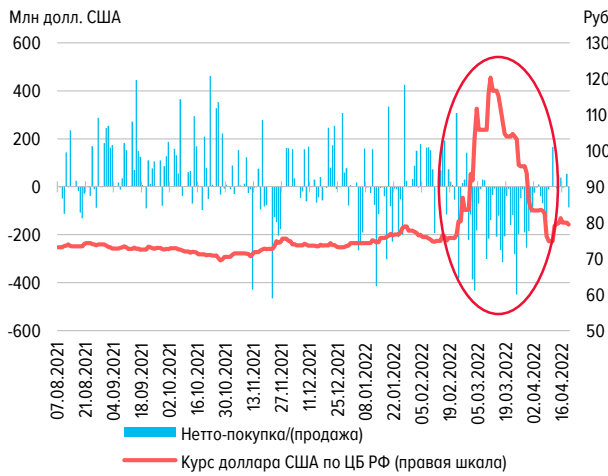
Источник: Московская Биржа.

### Операции населения на валютном рынке

Поведение физических лиц на валютном рынке носило контрциклический характер. В условиях значительного ослабления национальной валюты физические лица в целом перешли от чистых покупок к чистым продажам иностранной валюты как на биржевом, так и внебиржевом рынке: осуществлялась нетто-продажа наличной и безналичной валюты через крупнейшие банки (рис. 10–13). В конце февраля – начале марта наблюдался резкий отток средств населения с валютных вкладов (-19%, или -16,4 млрд долл. США за период с 20 февраля по 10 марта 2022 г.<sup>4</sup>), валютные средства снимались и переводились в наличную форму, в последующем отток прекратился. По итогам апреля валютные вклады населения практически не изменились (-0,2 млрд долл. США), при этом уровень валютизации средств населения в банковском секторе в апреле продолжил снижаться: -0,7 п.п. (до 16,4%) на фоне притока

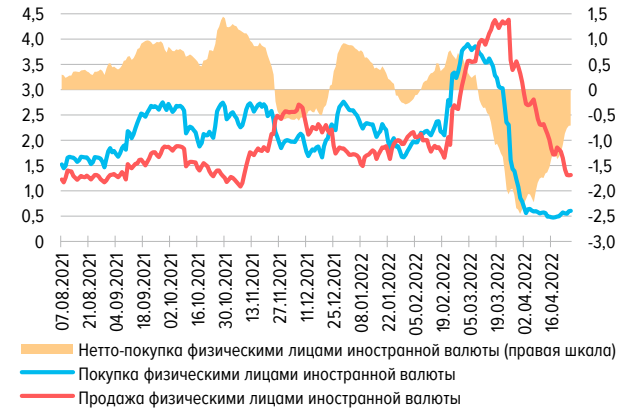
<sup>4</sup> Источник: данные формы отчетности 0409301.

**Рис. 10** НЕТТО-ПОКУПКА (+)/ПРОДАЖА (-) ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ ФИЗИЧЕСКИМИ ЛИЦАМИ И ВАЛЮТНЫЙ КУРС



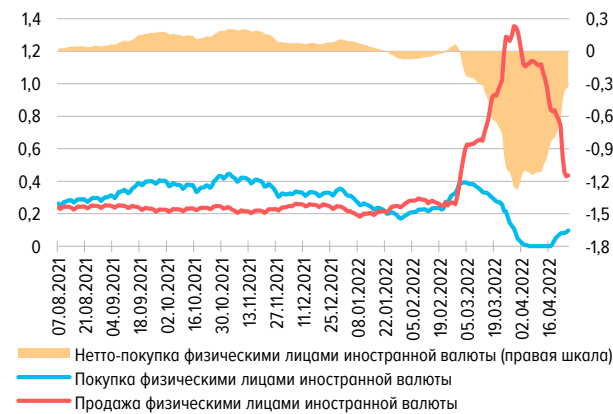
Источники: опрос крупнейших банков, Московская Биржа, Банк России.

**Рис. 11** НЕТТО-ПОКУПКА (+)/ПРОДАЖА (-) БЕЗНАЛИЧНОЙ ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ НАСЕЛЕНИЕМ НА ВНЕБИРЖЕВОМ РЫНКЕ (РАСЧИТАНО МЕТОДОМ СКОЛЬЗЯЩЕГО ОКНА ЗА ПОСЛЕДНИЕ 30 ДНЕЙ) (МЛРД ДОЛЛ. США)



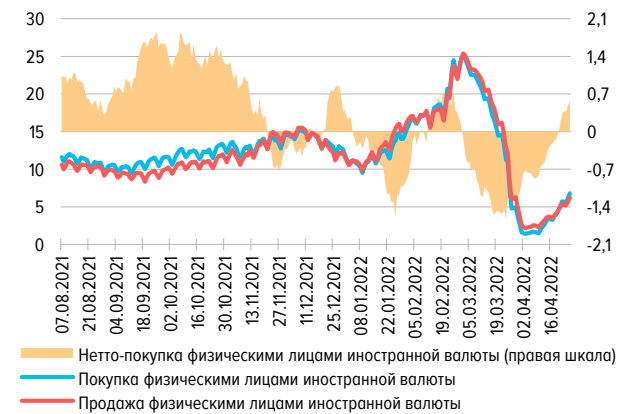
Источник: опрос крупнейших банков.

**Рис. 12** НЕТТО-ПОКУПКА (+)/ПРОДАЖА (-) НАЛИЧНОЙ ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ НАСЕЛЕНИЕМ НА ВНЕБИРЖЕВОМ РЫНКЕ (РАСЧИТАНО МЕТОДОМ СКОЛЬЗЯЩЕГО ОКНА ЗА ПОСЛЕДНИЕ 30 ДНЕЙ) (МЛРД ДОЛЛ. США)



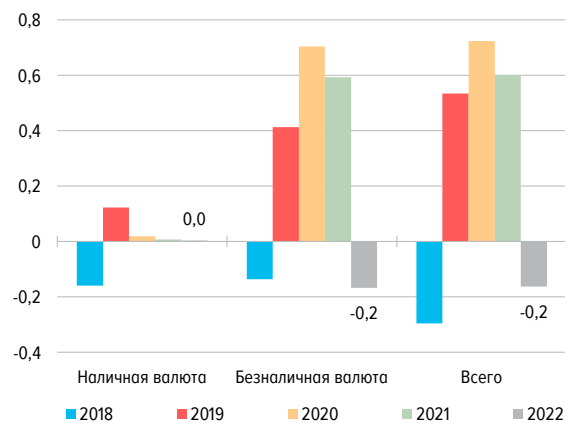
Источник: опрос крупнейших банков.

**Рис. 13** НЕТТО-ПОКУПКА (+)/(ПРОДАЖА (-) ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ НАСЕЛЕНИЕМ НА БИРЖЕВОМ РЫНКЕ (РАСЧИТАНО МЕТОДОМ СКОЛЬЗЯЩЕГО ОКНА ЗА ПОСЛЕДНИЕ 30 ДНЕЙ) (МЛРД ДОЛЛ. США)



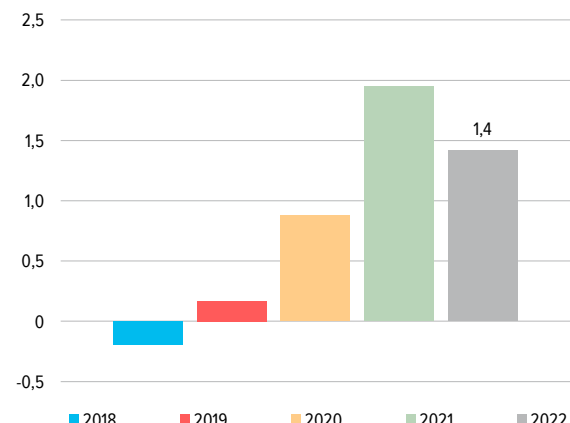
Источник: Московская Биржа.

**Рис. 14** НЕТТО-ПОКУПКА (+)/ПРОДАЖА (-) ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ НАСЕЛЕНИЕМ В КРУПНЕЙШИХ БАНКАХ ЗА ПЕРИОД 11.04 – 08.05 В 2018 – 2022 ГОДАХ (МЛРД ДОЛЛ. США)



Источник: опрос крупнейших банков.

**Рис. 15** НЕТТО-ПОКУПКА (+)/ПРОДАЖА (-) ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ НАСЕЛЕНИЕМ НА МОСКОВСКОЙ БИРЖЕ ЗА ПЕРИОД 11.04 – 08.05 В 2018 – 2022 ГОДАХ (МЛРД ДОЛЛ. США)



Источник: Московская Биржа.

**ОБЪЕМ НЕТТО-ПРОДАЖ (+)/ПОКУПОК (-) ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ ФИЗИЧЕСКИМИ ЛИЦАМИ  
В ПЕРИОДЫ ПОВЫШЕННОЙ ВОЛАТИЛЬНОСТИ**  
(млрд руб.)

Табл. 4

	Наличная иностранная валюта в крупнейших банках	Безналичная иностранная валюта в крупнейших банках	Безналичная иностранная валюта на Московской Бирже	Итого
6 – 12 апреля 2018 г. (санкции США)	3	12	19	33
7 – 17 августа 2018 г. (законопроекты о санкциях и отток из РФ)	-5	-7	4	-8
20 – 28 февраля 2020 г. (коронавирус)	0	22	35	58
2 – 19 марта 2020 г. (коронавирус и нефтяной шок)	11	30	-17	24
13 – 25 января 2022 г. (переговоры о безопасности)	4	8	75	87
21 – 28 февраля 2022 г. (отток нерезидентов)	-3	-16	48	30
1 марта – 22 апреля 2022 г. (антикризисные меры)	147	280	95	521

Источники: опрос крупнейших банков, Московская Биржа.

рублевых вкладов (+1,3 трлн руб. в апреле), с начала года снижение валютизации составило 4,2 процентного пункта<sup>5</sup>.

По мере постепенного укрепления российского рубля и смягчения требований валютного контроля чистые покупки населением иностранной валюты были возобновлены с 11.04.2022, однако крупных нетто-покупок валюты не совершалось. Спрос населения на иностранную валюту оставался ниже, чем в этот сезонный период прошлых лет, на фоне сокращения выездного туризма и спроса на иностранные акции (рис. 14, 15).

За период с 21 февраля по 22 апреля 2022 г. нетто-продажи иностранной валюты физическими лицами в крупнейших банках и на Московской Бирже составили 551 млрд руб., что значительно превышает нетто-продажи иностранной валюты в прошлые периоды повышенной волатильности на валютном рынке (табл. 4).

### **Среднесрочные тенденции и новые вызовы для валютного рынка**

Переход к новой экономической реальности в рамках санкционного давления сопровождается сменой парадигмы существования российского валютного рынка, а также рядом сопутствующих рисков.

Основной тенденцией российского валютного рынка в ближайшей перспективе будет снижение роли доллара США и евро во всех аспектах экономической деятельности при возрастающей роли валют дружественных стран и рубля. Это будет происходить на фоне значительного сокращения экспортно-импортных отношений с западными партнерами. Значительное влияние на уменьшение роли доллара США и евро будут оказывать риски расчетов в данных валютах для всех российских контрагентов, валютный контроль и переход на рублевые расчеты при оплате европейскими потребителями поставок российского газа. Перспективным вектором развития валютных отношений станет постепенное снижение объемов использования валют недружественных стран за счет развития инфраструктуры платежей в национальных валютах.

Тенденцию девальютизации продолжит демонстрировать как банковский сектор, так и сектор домохозяйств. Из-за изоляции валютного рынка на фоне отсутствия нерезидентов у банков при наличии валютных пассивов и активов создаются дополнительные риски, так как они лишены возможности хеджировать свою валютную позицию. Наличие дополнительных рисков будет способствовать естественному сокращению банковских балансов в валютах недружественных стран. Девальютизации банковского сектора может содействовать политика Бан-

<sup>5</sup> С устранением влияния курсовой переоценки. Валютизация рассчитана по курсу на 31.01.2022. Источник: данные формы отчетности 0409101.

ка России: в апреле 2022 г. после восстановления ситуации с ликвидностью были повышены нормативы обязательных резервов по валютным обязательствам – с 2 до 4%. Ускорить девальютизацию активов и пассивов экономических субъектов могло бы создание правовых возможностей по установлению отрицательных процентных ставок по депозитам юридических лиц в долларах США и евро.

## 2.2. Фондовый канал

**Выход иностранных участников из российских активов и продажи российских инвесторов на начальном этапе кризиса привели к значительному снижению основных отраслевых индексов и росту доходностей облигаций, повышению волатильности на фондовом рынке, что стало проявлением риска по фондовому каналу. Для стабилизации ситуации на рынке было принято решение о временной приостановке биржевых торгов ценными бумагами. Банк России реализовал комплекс мер, направленный на снижение волатильности, а также на ограничение возможности иностранных держателей оказывать влияние на рынок. После открытия биржевых торгов ситуация стабилизировалась, в то же время ограничения на участие нерезидентов в торгах, неопределенность в вопросах ценообразования привели к значительному снижению объемов вторичных торгов финансовыми инструментами, а также оказали влияние на первичный рынок: с начала санкционного шока отсутствуют новые размещения государственных облигаций, эмиссии корпоративных облигаций начались только в мае. На рынке акций и облигаций возросла значимость физических лиц (доля в объеме торгов). Брокеры, несмотря на изменение внешней конъюнктуры, смогли увеличить число обслуживаемых клиентов.**

Распространение санкционных рисков по фондовому каналу привело к более значительному оттоку иностранного капитала с российского рынка акций, чем в предыдущие периоды волатильности (табл. 5).

Реализацию шока по фондовому каналу в 2022 г. условно можно разделить на три этапа:

- 1) острая фаза (21–25 февраля) – отток нерезидентов и снижение финансовых показателей;
- 2) фаза настройки (26 февраля – 20 марта) – приостановка торгов и введение мер поддержки;

ДИНАМИКА ПОКАЗАТЕЛЕЙ РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА В ЭПИЗОДЫ ПОВЫШЕННОЙ ВОЛАТИЛЬНОСТИ\* Табл. 5

Показатели реакции рынка	Рынок акций		Рынок ОФЗ	
	Изменение индекса, %	Объем нетто-покупок (+)/ продаж (-) нерезидентами и дочерними иностранными организациями на вторичных биржевых торгах, млрд руб.	Изменение доходности ОФЗ на срок 10 лет, б.п.	Объем нетто-покупок (+)/ продаж (-) нерезидентами и дочерними иностранными организациями на вторичных биржевых торгах, млрд руб.
6–12 апреля 2018 г. (санкции США)	-3,8	-16,9	38	-80,5
7–17 августа 2018 г. (законопроекты о санкциях и отток из СФР)	-1,9	-2,6	77	-55,9
20–28 февраля 2020 г. (коронавирус)	-10,6	-29,6	48	-27,5
2–19 марта 2020 г. (коронавирус и нефтяной шок)	-18,3	-100,1	170	-132,1
13–25 января 2022 г. (переговоры о безопасности)	-14,9	-107,5	108	-78,4
21–25 февраля 2022 г. (отток нерезидентов)	-27,2	-139,9	277	-78,2
21 марта – 22 апреля 2022 г. (антикризисные меры)	-11,5	-6,5	-261	9,1

\* Продажи нерезидентов в период с 21 марта по 22 апреля 2022 г. обусловлены сокращением объема их обязательств перед резидентами.  
Источник: Московская Биржа.

3) фаза структурных изменений (с 21 марта) – снижение доходностей, снижение объема торгов, рост роли физических лиц на рынке акций.

### **Острая фаза**

За довольно короткий период острой фазы на рынке акций нерезиденты продали ценных бумаг на общую сумму 139,9 млрд руб. (табл. 5), что привело к снижению индекса МосБиржи на 27,2%. Основную поддержку рынку в расчете на рост значительно упавших цен оказали физические лица, купившие акций на сумму 111,2 млрд руб., и в меньшей степени НФО (24,8 млрд руб.).

Уровень объема продаж нерезидентами и дочерними иностранными банками ОФЗ на вторичных биржевых торгах (78,2 млрд руб.) был сопоставим с предыдущими эпизодами волатильности. В целом за период острой фазы доходность 10-летних ОФЗ выросла на 277 б.п., на коротком участке кривой доходности росли быстрее. Несмотря на продажи отдельными участниками, основными нетто-покупателями ОФЗ выступили системно значимые кредитные организации (СЗКО) и прочие банки (23,5 и 61,7 млрд руб. соответственно).

Во время острой фазы кризиса зафиксировано увеличение объемов выставленных участникам клиринга маржинальных требований ввиду падения стоимости торгуемых активов и роста ставок обеспечения по ним<sup>6</sup>. Также было зафиксировано увеличение объемов неисполнений обязательств участников клиринга перед центральным контрагентом Московской Биржи (НКО НКЦ (АО) по поставке ценных бумаг и денежных средств. Тем не менее рост маржинальных требований и неисполнений участников не сказался на финансовой устойчивости центрального контрагента Московской Биржи. Позднее данные показатели вернулись к значениям до начала острой фазы кризиса.

Значимым риском, реализовавшимся в рамках фондового канала, стала приостановка обслуживания выплат по еврооблигациям российских эмитентов со стороны иностранных депозитариев Euroclear Bank S.A./N.V. и Clearstream Banking S.A. Пострадавшими лицами в данном случае являются российские владельцы еврооблигаций, которые обслуживаются в российской учетной системе. [В связи с этим Министерство финансов Российской Федерации прорабатывает альтернативные способы исполнения эмитентами своих обязательств](#), а именно:

- осуществление выплат держателям ценных бумаг отдельно в зависимости от их места учета. В частности, в пользу держателей, чьи права учитываются в российской учетной системе, – через российского платежного агента согласно Указу Президента Российской Федерации<sup>7</sup> без использования счетов типа «С»<sup>8</sup>;
- досрочный выкуп за рубли через российскую рыночную инфраструктуру.

### **Фаза настройки**

Во избежание резких колебаний стоимости ценных бумаг в момент беспрецедентного изменения экономической ситуации Банк России приостановил торги ценными бумагами (фондовая секция) и деривативами на Московской Бирже, а также:

- 1) ограничил список возможных операций для участников из недружественных стран;
- 2) ввел послабления для банков и НФО в части фиксации стоимости финансовых инструментов: право отражать приобретенные до 18 февраля 2022 г. ценные бумаги по справед-

<sup>6</sup> На рынках Московской Биржи по наиболее ликвидным инструментам ставка обеспечения первого уровня была увеличена в среднем в два раза. В настоящее время повышенные ставки обеспечения сохраняются.

<sup>7</sup> Указ Президента Российской Федерации от 05.03.2022 № 95 «О временном порядке исполнения обязательств перед некоторыми иностранными кредиторами».

<sup>8</sup> В целях исполнения резидентами обязательств по кредитам и займам, финансовым инструментам перед недружественными иностранными кредиторами в российских кредитных организациях открываются счета типа «С» в рублях.

ливой стоимости на 18 февраля 2022 г., а в случае приобретения финансовых инструментов с 18 февраля по 31 декабря 2022 г. – по стоимости приобретения;

3) приостановил возможность проведения коротких продаж на биржевом и внебиржевом рынках;

4) существенно расширил возможности банков по привлечению рублевой ликвидности у Банка России (расширение ломбардного списка);

5) заявил о готовности осуществлять покупку ОФЗ для предотвращения избыточной волатильности и рисков для финансовой стабильности;

6) предоставил возможность частичного или полного отказа отдельных участников от раскрытия информации, которая потенциально может привести к введению мер ограничительно-го характера.

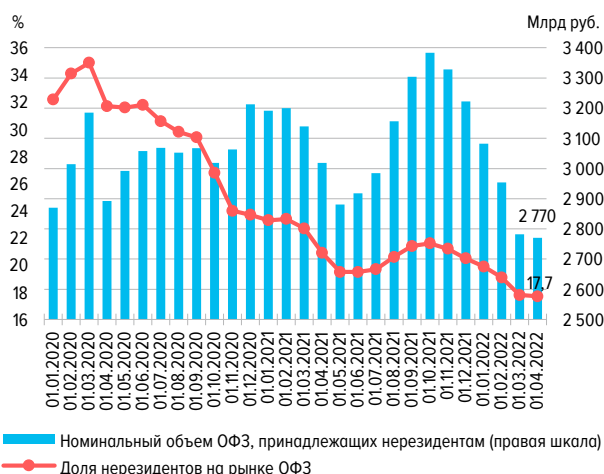
### Фаза структурных изменений

Введенные меры и постепенное возобновление биржевых торгов (с использованием механизмов сглаживания ценовых колебаний, таких как дискретный аукцион, запрет коротких продаж) позволили сдержать всплеск рыночной волатильности после открытия торгов на фондовом и долговом рынках.

Ограничения на участие нерезидентов в торгах ОФЗ и неблагоприятная рыночная конъюнктура привели к изменению круга активных участников торгов, существенному снижению объема ежедневных вторичных торгов (с примерно 40 до 10 млрд руб.), временному прекращению первичных размещений. Вложения нерезидентов в ОФЗ на 1 апреля составили 2770 млрд руб., снизившись в марте на 12 млрд руб., доля нерезидентов составила 17,7% (рис. 16). Доходности ОФЗ постепенно сокращались, на среднем и дальнем участках кривой приблизившись к значениям докризисного уровня, в среднем по кривой за период с 22 марта по 11 мая доходности снизились на 4,3 п.п. (рис. 17). На вторичном биржевом рынке основными продавцами выступали НФО (собственные средства) и банки, не относящиеся к СЗКО (16,6 и 10,3 млрд руб. соответственно), покупали ОФЗ остальные участники, в том числе дочерние иностранные организации (8,1 млрд руб.).

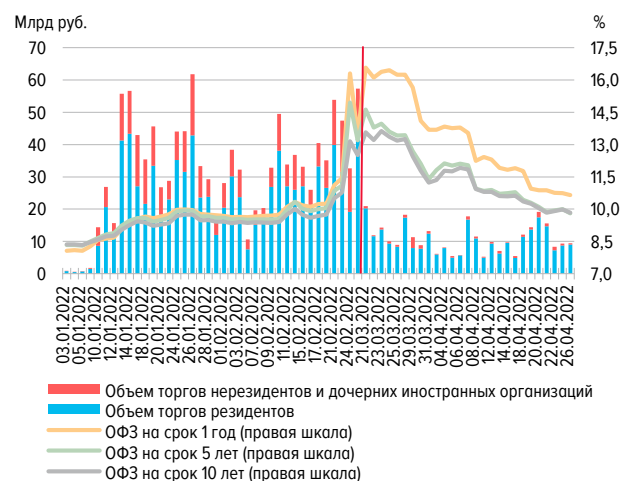
На вторичном рынке корпоративных облигаций вследствие значительного изменения рыночных условий для российских компаний и инерции рейтинговых действий наблюдается существенная разница уровней доходности эмиссий с одинаковым рейтингом (особенно во втором и третьем эшелонах). При этом объем вторичных торгов по сравнению с досанкционным

ДИНАМИКА ОБЪЕМА ОФЗ У НЕРЕЗИДЕНТОВ И ИХ ДОЛЯ НА РЫНКЕ Рис. 16



Источник: НКО АО НРД.

ОБЪЕМ ТОРГОВ НА ВТОРИЧНОМ БИРЖЕВОМ РЫНКЕ ОФЗ И ДИНАМИКА ДОХОДНОСТЕЙ Рис. 17

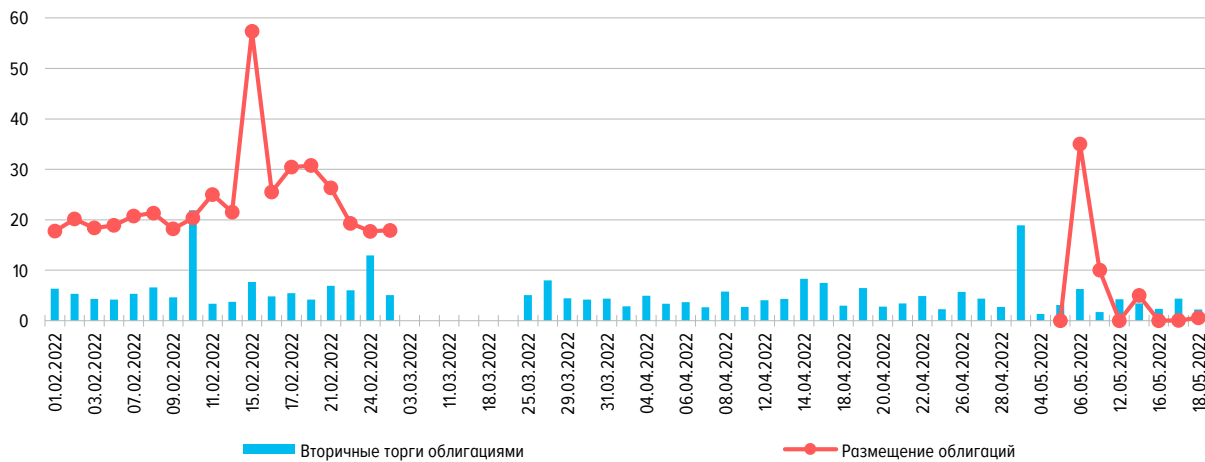


Источник: Московская Биржа.



ОБЪЕМ ТОРГОВ КОРПОРАТИВНЫМИ ОБЛИГАЦИЯМИ НА ВТОРИЧНОМ И ПЕРВИЧНОМ БИРЖЕВЫХ РЫНКАХ (МЛРД РУБ.)

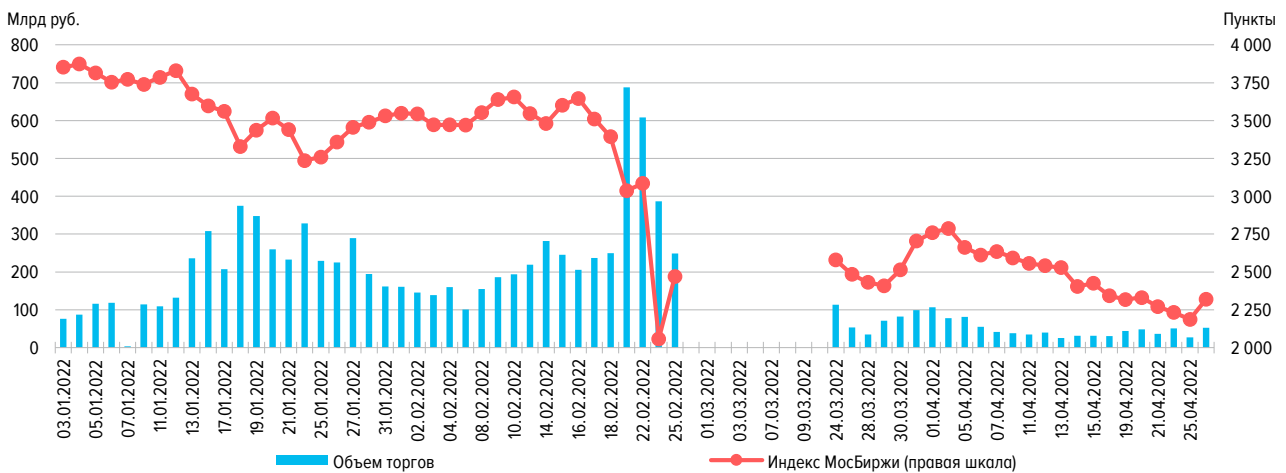
Рис. 18



Источник: Московская Биржа.

ОБЪЕМ ТОРГОВ НА ВТОРИЧНОМ БИРЖЕВОМ РЫНКЕ АКЦИЙ И ДИНАМИКА ИНДЕКСА МОСБИРЖИ

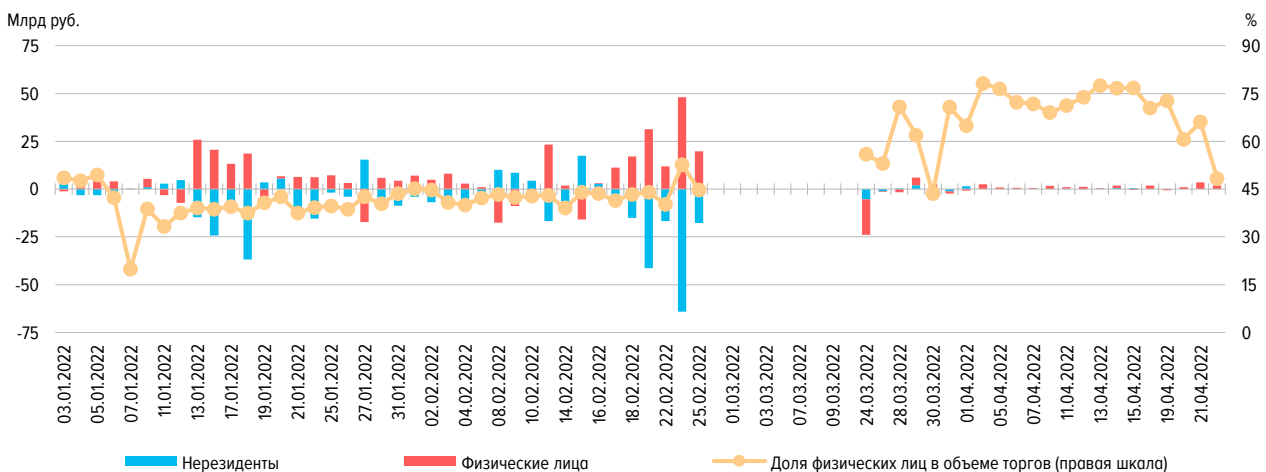
Рис. 19



Источник: Московская Биржа.

НЕТТО-ПОКУПКИ/ПРОДАЖИ УЧАСТНИКАМИ НА ВТОРИЧНЫХ БИРЖЕВЫХ ТОРГАХ АКЦИЙ И ДОЛЯ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В ОБЪЕМЕ ТОРГОВ

Рис. 20



Источник: Московская Биржа.

уровнем уменьшился незначительно (рис. 18). В условиях повышенной неопределенности ценообразования в марте – апреле 2022 г. на рынке отсутствовали размещения новых выпусков облигаций, в мае они возобновились: облигации размещались преимущественно со стороны нефинансовых компаний со срочностью 3 – 5 лет до погашения под фиксированную ставку купона.

На рынке акций в период фазы структурных перестроек продолжилось снижение индекса МосБиржи (на 11,5%) (рис. 19). Отсутствие нерезидентов привело к сокращению объема торгов и росту значимости физических лиц на рынке акций, их доля в объеме торгов возросла с 43% в феврале до 66% в марте – апреле (рис. 20). На текущий момент ситуация на рынке акций во многом зависит от действий частных инвесторов.

### Операции физических лиц на фондовом рынке

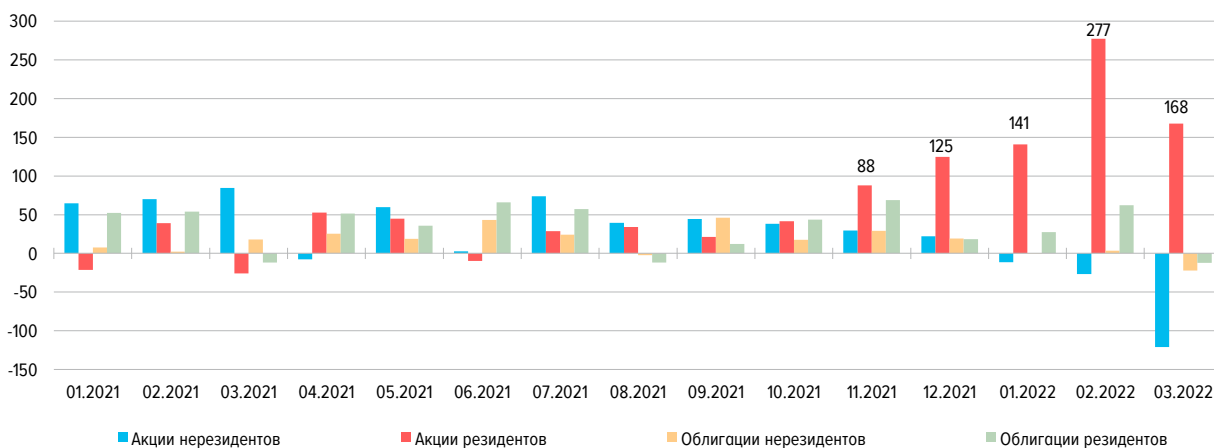
Физические лица с IV квартала 2021 г. поддерживали российский рынок, осуществив значительные инвестиции в российские акции (на 840 млрд руб.<sup>9</sup>) и российские облигации (на 208 млрд руб.) (рис. 21), что соответствует приросту их вложений на 15,6 и 8,9% соответственно. После открытия торгов в конце марта граждане занимали преимущественно выжидательную позицию, сохраняя свои вложения в российские активы (нетто-продажи составили всего 5 млрд руб.).

Кроме того, в I квартале 2022 г. физические лица активизировали продажи акций нерезидентов (на 159 млрд руб.) (рис. 22), что стало следствием возросших рисков вложений в иностранные активы.

На фоне существенного дисбаланса между ценами российских акций и соответствующих им депозитарных расписок, обращающихся на иностранных площадках, а также заморозки торгов последними на законодательном уровне было принято решение прекратить обращение таких депозитарных расписок за границей (за исключением отдельных случаев). С целью сдерживания рисков для финансовой стабильности Банк России принял решение, что продажа данных акций их владельцами может производиться только лимитированными объемами (не более 0,2% от их количества на депозитарных счетах) на организованных торгах.

ПРИТОКИ СРЕДСТВ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ ПО ТИПАМ АКТИВОВ\*  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 21

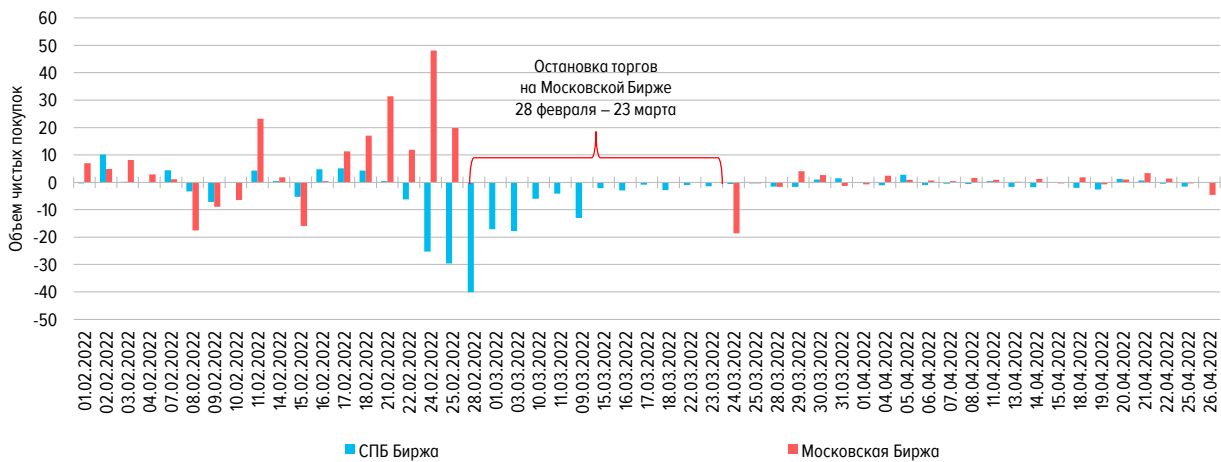


\* Акции резидентов включают в себя акции нерезидентов, фактически аффилированных с российскими компаниями.  
Источник: данные форм отчетности 0409711, 0420415.

<sup>9</sup> Около 31% притоков происходило в акции СЗКО, 19% – в акции нефтегазового сектора.

ОБЪЕМЫ ПОКУПОК ФИЗИЧЕСКИМИ ЛИЦАМИ АКЦИЙ НА МОСКОВСКОЙ БИРЖЕ И СПБ БИРЖЕ  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 22



Источники: Московская Биржа, СПБ Биржа.

**Врезка 3. Устойчивость инвестиционных финансовых посредников**

Санкционное давление, падение цен и временная приостановка торгов на фондовом рынке оказали негативное влияние на брокерскую отрасль, тем не менее в целом она продемонстрировала устойчивость к шокам.

Несмотря на ухудшение рыночной конъюнктуры с начала 2022 г., в брокерской отрасли наблюдался приток новых клиентов: количество клиентов брокеров-НФО за I квартал увеличилось на 7,7%, до 2,3 миллиона. Данный факт был обусловлен интересом частных инвесторов приобрести подешевевшие российские ценные бумаги. Кроме того, приток новых клиентов был связан с переводом иностранных ценных бумаг клиентов из подсанкционных банков, который в полной мере начал реализовываться в апреле.

С начала года у девяти из 24 крупнейших брокеров наблюдалось снижение норматива краткосрочной ликвидности (НКЛ), что было связано как с увеличением размера чистых ожидаемых оттоков денежных средств, так и с уменьшением объема высоколиквидных активов на фоне падения фондового рынка. Также в целом по отрасли наблюдалось снижение норматива достаточности капитала (НДК), у ряда брокерских организаций (не относящихся к крупным) НДК опустился ниже нормативного значения, что было обусловлено уменьшением размера капитала, а также усилением кредитных рисков. Снижение нормативов, скорее всего, носит временный характер и во многом обусловлено последствиями внешних негативных событий. В связи с этим стоит отметить, что Банк России принял меры, позволяющие снизить нормативную нагрузку на профессиональных участников: в отношении брокерских организаций было принято решение о неприменении мер воздействия за нарушения норматива краткосрочной ликвидности и норматива достаточности капитала<sup>1</sup>.

Основным риском для отрасли в текущих условиях остается риск ликвидности. Однако по результатам проведенного моделирования в случае дополнительного шока, связанного с дальнейшим падением фондового рынка, оттоком клиентских средств, усилением санкционного давления, крупнейшие брокеры в целом сохраняют устойчивость в части достаточности ликвидности<sup>2</sup>.

**Паевые инвестиционные фонды для неквалифицированных инвесторов**

На фоне введенных санкционных ограничений и роста волатильности на фондовом рынке положение на рынке ПИФ оставалось стабильным. В течение января – марта 2022 г. стоимость чистых активов ПИФ (СЧА ПИФ)<sup>3</sup> уменьшилась на 13%, что существенно меньше величины падения, наблюдав-

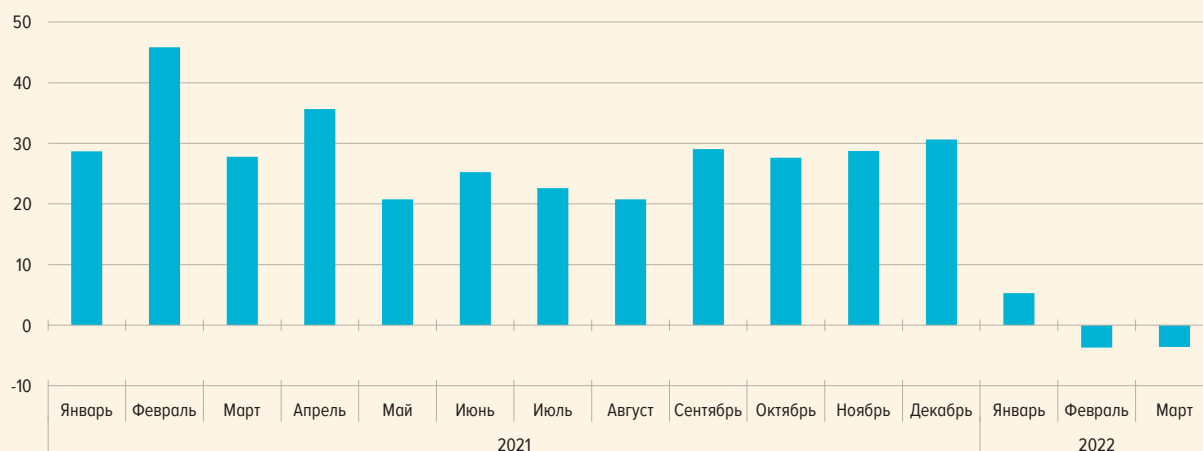
<sup>1</sup> Срок применения мер – до 31.12.2022.

<sup>2</sup> Проведено стресс-тестирование ликвидности на основе норматива краткосрочной ликвидности. Предполагалось падение стоимости акций на 60%, облигаций – на 15%, отток клиентских средств в размере 30%, усиление санкционного давления.

<sup>3</sup> Анализ проведен на основании данных ПИФ, которые предоставили отчетность за I квартал 2022 года.

ПРИТОК/ОТТОК СРЕДСТВ ИЗ ПИФ  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 23



Источник: данные формы отчетности 0420503.

шегося на рынке акций (около 30%), в том числе вследствие диверсификации вложений ПИФ. В условиях существующей неопределенности риск оттока из фондов сохраняется.

В рамках поддержки рынка коллективных инвестиций Банк России принял меры по снижению регуляторной и надзорной нагрузки в том числе для управляющих компаний. В связи с приостановкой торгов на Московской Бирже управляющие компании с начала марта 2022 г. приостановили расчет СЧА фондов и, соответственно, операции с паями фондов. В настоящий момент операции с паями части фондов возобновлены, при этом возможность выдачи, обмена и погашения паев определяет управляющая компания. Операции с рядом фондов, в состав активов которых входят иностранные ценные бумаги, все еще остаются недоступными из-за ограничений европейских депозитарно-клиринговых организаций.

Отток средств из фондов в течение января – марта 2022 г. не был существенным (около 2 млрд руб.), однако риски «горячих продаж» сохраняются. Банк России провел анализ риска ликвидности для ОПИФ и БПИФ для неквалифицированных инвесторов, в состав портфелей которых входит более 90% российских активов. По результатам анализа с недостаточностью ликвидных активов в случае нетто-оттока вкладчиков из фондов на уровне 30% столкнутся менее 1% ПИФ (от совокупной СЧА рассмотренных фондов). Стоит отметить, что фонды, испытывающие нехватку ликвидности, являются относительно небольшими: средняя величина СЧА составляет около 300 млн рублей. Таким образом, в случае роста погашений инвестиционных паев большинство фондов не испытает нехватки ликвидности вследствие возможности продать ликвидные активы.

#### **Инвестиционное и накопительное страхование жизни (ИСЖ, НСЖ)**

Санкционные ограничения через фондовый канал отразились и на деятельности страховщиков жизни.

Премии по договорам страхования жизни в I квартале 2022 г. показали сокращение на 11,2% (до 94,1 млрд руб.). При этом на продукты инвестиционного страхования жизни пришлось 32,3% (30,4 млрд руб.) страховой премии, накопительного – 41,4% (39 млрд руб.). Резервы страховщиков жизни на конец марта оценивались в 1462 млрд рублей. Инвестиционная (рисковая) часть фондов ИСЖ в значительной степени представлена вложениями в структурные облигации, отвечающие за дополнительный инвестиционный доход страхователей. Как следствие, основным риском сегмента выступает неполучение страхователями дополнительного инвестиционного дохода. При этом устойчивое финансовое положение страховщиков жизни позволит сохранить тело инвестиции.

### **Среднесрочные тенденции и новые вызовы для фондового рынка**

Дальнейшее развитие фондового рынка будет тесно связано со скоростью восстановления российской экономики, при этом структурная перестройка экономики потребует определенного времени. В условиях отсутствия западных инвесторов на российском рынке основное влияние на рынок станут оказывать внутренние экономические факторы, роль физических

лиц будет возрастать. Дополнительным стимулом для фондового рынка в перспективе может стать иностранный капитал со стороны инвесторов из дружественных стран. Банк России будет стремиться к налаживанию взаимодействия между финансовой системой России и дружественных юрисдикций.

Сокращение объема размещений на первичном рынке корпоративных облигаций и их отсутствие на рынке ОФЗ сдерживает рост объема ценных бумаг, которые могут служить обеспечением для привлечения ликвидности банковского сектора и других участников, что уменьшает потенциальную глубину рынка репо. Тем не менее на данный момент банковский сектор обладает достаточным уровнем рублевой ликвидности, а при нормализации ситуации ожидается возобновление досанкционных объемов размещений на фондовом рынке.

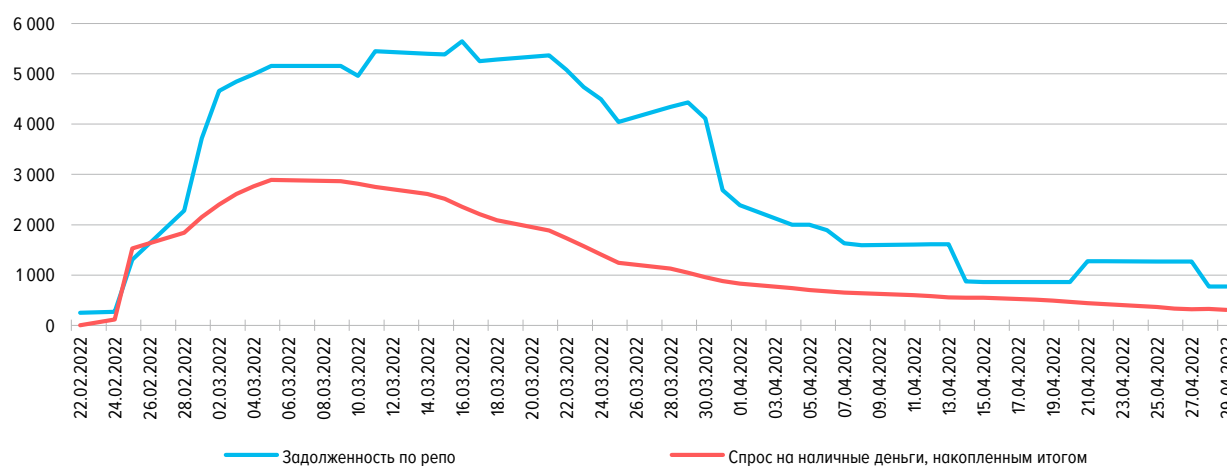
## 2.3. Процентный канал

**В условиях резкого роста волатильности на финансовых рынках из-за введения санкций недружественными странами Банк России временно повысил ключевую ставку до 20%. Это позволило снизить риски для финансовой стабильности, стабилизировать ситуацию с ликвидностью кредитных организаций, ослабить инфляционное давление. В то же время рост ставок в экономике несет и негативные эффекты: повышает долговую нагрузку нефинансовых компаний по кредитам с переменными ставками и приводит к росту процентного риска для банков и лизинговых компаний. В связи с этим, как только угроза для финансовой стабильности была купирована, Банк России приступил к последовательному снижению ключевой ставки и снизил ее до 11%. Снижение ставок позволило существенно смягчить процентный риск финансового сектора, процентный риск заемщиков также был отчасти нивелирован программами реструктуризации.**

Рост неопределенности в условиях западных санкций в отношении России сопровождался повышенным спросом населения на наличность. Отток ликвидности в банковском секторе начался в конце февраля и к началу марта достиг своего пика. По итогам марта годовая инфляция возросла до 16,7%. Для ограничения рисков для финансовой стабильности с 28.02.2022 Банк России повысил ключевую ставку с 9,5 до 20% годовых. Это позволило остановить отток рублевых средств с банковских вкладов, предотвратило реализацию системного риска ликвидности, снизило инфляционное давление.

ЗАДОЛЖЕННОСТЬ КРЕДИТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ ПЕРЕД БАНКОМ РОССИИ ПО ОПЕРАЦИЯМ РЕПО И УВЕЛИЧЕНИЕ ОБЪЕМА НАЛИЧНЫХ ДЕНЕГ В ОБРАЩЕНИИ (МЛРД РУБ.)

Рис. 24



Источник: Банк России.

Поскольку в начале марта спрос на наличные по-прежнему оставался высоким<sup>10</sup>, для обеспечения кредитных организаций достаточным объемом ликвидности Банк России проводил при необходимости аукционы «тонкой настройки» в дополнение к операциям постоянного действия. К середине марта объем задолженности кредитных организаций по репо с Банком России достигал 5,6 трлн руб. (рис. 24).

В целях стабилизации ситуации с ликвидностью банковского сектора Банк России принял следующие основные меры:

- Расширение ломбардного списка и смягчение требований к минимальному уровню кредитного рейтинга выпуска (эмитента) ценных бумаг, включаемых в ломбардный список.
- Увеличение сроков предоставления кредитов постоянного действия Банка России, обеспеченных ценными бумагами (ломбардных кредитов), до 90 дней. Ранее такие кредиты предоставлялись на срок 1 день.
- Снижение требований по нормативам обязательных резервов. Так, был снижен до 2% норматив обязательных резервов по всем категориям привлеченных средств для банков с универсальной лицензией и небанковских кредитных организаций<sup>11</sup>. Реализация этой меры позволила высвободить дополнительную ликвидность банков за счет снижения общей суммы обязательных резервов кредитных организаций примерно на 2,7 трлн руб. лей.

Постепенно, по мере возвращения наличных в банки (снижение накопленного спроса на наличные), потребность в рублевой ликвидности у банковского сектора уменьшалась. К концу апреля практически весь объем наличных, выданных в конце февраля, был возвращен обратно на счета в банках, а общая задолженность банков по операциям репо с Банком России опустилась ниже 0,3 трлн руб. (на начало февраля: 0,2 трлн руб.).

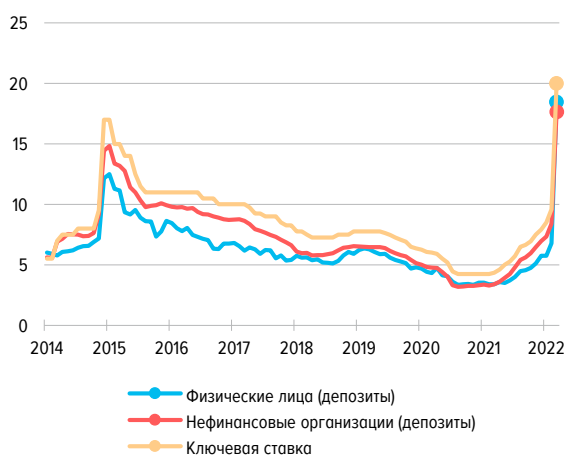
Повышение ставок привело к реализации **процентного риска банков, а также повысило долговую нагрузку компаний по кредитам с переменными ставками.** В марте вслед за ростом ключевой ставки банки повысили ставки по депозитам (рис. 25): на 11,7 п.п. по депозитам населения, на 9,3 п.п. по депозитам юридических лиц. По мере стабилизации ситуации Банк России приступил к снижению ключевой ставки: до 17% – с 11.04.2022, до 14% – с 04.05.2022, до 11% – с 26.05.2022.

В условиях отрицательного процентного гэпа (рис. 26, краткосрочные обязательства банковского сектора к моменту шока ставок существенно превышали объем его краткосрочных активов) рост ставок ведет к снижению ЧПД. В то же время последующее снижение ключевой ставки позволило существенно сократить ожидаемые потери от реализации процентного риска. Оценочная величина процентного риска банковского сектора в рублях на горизонте одного года находится в диапазоне от 0,3 до 0,7 трлн руб.<sup>12</sup>, что эквивалентно 8–17% ЧПД банковского сектора за 2021 год. Для сравнения: по состоянию на 01.10.2021 базовая оценка процентного риска банковского сектора составляла 0,2 трлн руб., при этом величина отрицательного процентного гэпа была больше в абсолютном выражении.

<sup>10</sup> Совокупный накопленный объем наличных в обращении с 22 февраля по 5 марта вырос на 2,89 трлн руб., что отразилось в потребности дополнительной рублевой ликвидности у кредитных организаций.

<sup>11</sup> Аналогично для банков с базовой лицензией норматив был снижен до 2% по обязательствам перед юридическими лицами – нерезидентами и иным обязательствам в иностранной валюте (норматив по иным обязательствам для банков с базовой лицензией остался без изменений – в размере 1%). Впоследствии Банк России повысил нормативы обязательных резервов по валютным обязательствам с 2 до 4%.

<sup>12</sup> Оценка величины процентного риска рассчитана на горизонте до одного года с учетом структуры активов и пассивов, имевшейся на момент шока ставок (данные формы отчетности 0409127 на 01.01.2022), с учетом роста ключевой ставки Банка России с 9,5 до 20% и последующего ее снижения в течение года. Оценка варьируется в зависимости от применяемых предположений в отношении изменения срочности привлеченных средств вследствие шока ставок.

ДИНАМИКА СТАВОК ДЕПОЗИТНОГО РЫНКА  
(%) Рис. 25

Источник: сайт Банка России.

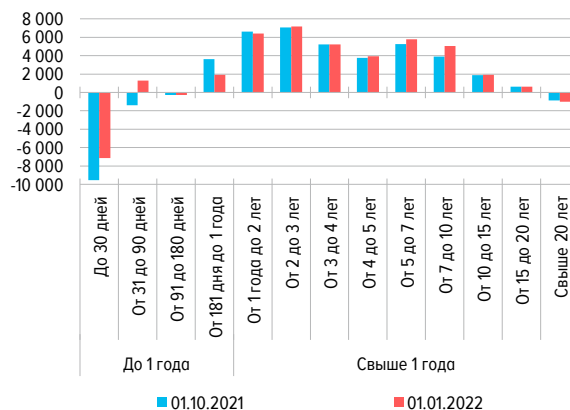
За последние годы большинство банков накопили достаточный запас прочности, чтобы подобное снижение ЧПД не привело к существенному ухудшению их финансового положения.

Важным фактором снижения чувствительности ЧПД к процентному риску стало постепенное наращивание кредитования с использованием переменных ставок. На 1 апреля 2022 г. около 40%<sup>13</sup> рублевых корпоративных кредитов имели переменные ставки. Переход с фиксированных ставок по кредитам на переменные позволяет банкам в условиях роста процентных ставок частично покрывать возросшие процентные расходы по привлеченным средствам более высокими процентными доходами по кредитам за счет роста значений процентных ставок по ним.

Вместе с тем при значительном повышении процентных ставок банки могут столкнуться с кредитным риском, поскольку возросшие процентные ставки по рублевым кредитам повышают долговую нагрузку компаний-заемщиков. Большая часть таких кредитов выдавалась с использованием ключевой ставки Банка России в качестве базового индикатора, поэтому по таким кредитам уровень ставок изменился синхронно с ростом ключевой ставки Банка России, что значительно увеличило долговую нагрузку компаний и риски их неплатежеспособности.

Для купирования рисков, связанных с ростом долговой нагрузки компаний по кредитам с переменными ставками, 26 марта 2022 г. был принят закон<sup>14</sup>, позволяющий крупным компаниям обратиться в банк за переходным периодом продолжительностью три месяца. В течение этого периода ставка по кредиту постепенно повышается до значения, которое предусмотрено условиями договора, но не должна быть выше 12,5% годовых в первый месяц переходного периода; 13,5% годовых во второй месяц переходного периода; 16,5% годовых в третий месяц переходного периода. К 17 мая 2022 г. таких кредитов реструктурировано на общую сумму 1,8 трлн руб.<sup>15</sup> (9% задолженности крупных компаний по кредитам с переменной ставкой).

Несмотря на то что переходным периодом могли воспользоваться только крупные компании, субъекты МСП могли воспользоваться кредитными каникулами на срок до 6 месяцев либо по договоренности с банком рефинансировать кредит с переменной ставкой в рамках

ВЕЛИЧИНА ПРОЦЕНТНОГО ГЭПА ПОРТФЕЛЯ  
БАНКОВСКОГО СЕКТОРА ПО ОПЕРАЦИЯМ  
В РУБЛЯХ (БАЗОВАЯ ОЦЕНКА, БЕЗ  
ПОВЕДЕНЧЕСКИХ И ПРОЧИХ КОРРЕКТИРОВОК)  
(МЛРД РУБ.) Рис. 26

Источник: данные формы отчетности 0409127.

<sup>13</sup> Расчеты Банка России по данным формы отчетности 0409303 по кредитам и приобретенным правам требования по кредитам, предоставленным юридическим лицам – резидентам и индивидуальным предпринимателям.

<sup>14</sup> Федеральный закон от 26.03.2022 № 71-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

<sup>15</sup> По данным, предоставленным 83 кредитными организациями в рамках опроса Банка России по состоянию на 17.05.2022 (доля в активах банковского сектора около 60% по состоянию на 01.05.2022).

программы Банка России, позволяющей зафиксировать ставку по кредиту на уровне не выше 13,5% для средних предприятий и не выше 15% для малых предприятий. Также банки реструктурировали кредиты крупным компаниям и субъектам МСП в рамках собственных программ реструктуризации.

Вслед за увеличением ключевой ставки Банка России в феврале 2022 г. должна была возрасти платежная нагрузка на заемщиков, имеющих ипотечный кредит с переменной ставкой. Количество таких кредитов на 1 апреля 2022 г. составляло 1,8 тысячи<sup>16</sup>. Для ограничения возможного роста неплатежей по данным кредитам был принят закон<sup>17</sup>, в соответствии с которым переменная ставка не может превышать значения, сложившегося на 27 февраля 2022 г. (до повышения ключевой ставки Банка России до 20%). С целью купирования возможных будущих рисков по кредитам с переменными ставками в настоящее время ведется доработка к рассмотрению Государственной Думой во втором чтении законопроекта, который предлагает запретить кредиторам предоставлять потребительские кредиты без обеспечения с переменной ставкой, а также ипотечные кредиты (за исключением крупных кредитов более обеспеченным гражданам). По ипотечным кредитам населению (для которых плавающие ставки будут разрешены) и по кредитам МСП планируется ограничить возможный рост ставок на уровне 4 п.п., но не более одной трети от первоначальной ставки по кредитному договору.

Процентный риск оказался значимым также для **лизинговых компаний** и их лизингополучателей. Около трети кредитных обязательств лизингодателей приходится на долю договоров с плавающей и переменной ставками. За март 2022 г. рост стоимости привлеченных лизингодателями средств в среднем составил +5,3 процентного пункта. Основным инструментом митигации процентного риска лизингодателей стал зеркальный пересмотр ставок по лизинговым договорам, то есть процентный риск был частично перенесен на лизингополучателей. В то же время, по данным опроса, проведенного Банком России в конце марта – начале апреля, лизинговые компании фиксируют снижение спреда доходности на 1,5 процентного пункта.

### **Реализация процентного риска на рынке процентных ПФИ**

На фоне введенных санкций ограничился доступ к международному рынку процентных свопов, что привело к существенному снижению ликвидности на рынке процентных свопов и снижению возможности хеджирования процентного риска. С начала марта 2022 г. объем открытых позиций по операциям «процентный своп» сократился практически в два раза (рис. 27).

Основными участниками в сегменте рублевых процентных свопов являются крупные банки, НФО и нерезиденты (рис. 28). После введения санкций наблюдается прекращение новых операций (рис. 29) и досрочное прекращение сделок между банками и нерезидентами, что привело к существенному снижению объема сделок на рынке. Поскольку внутри группы контрагентов «крупный банк – нерезидент» одновременно сокращались сделки, по которым крупные банки получают денежные потоки как по фиксированной ставке, так и по плавающей, нетто-позиция данных категорий в рублевых процентных свопах изменилась менее значительно, чем величина снижения объема сделок. Таким образом, структура нетто-позиций на рынке рублевых процентных свопов оставалась стабильной, несмотря на снижение ликвидности рынка. Тем не менее выход значительной части иностранных инвесторов с рынка и, как следствие, снижение ликвидности рынка процентных свопов ведут к ограничению возможности для российских компаний хеджировать процентный риск. Кроме того, в рамках действующих сделок с нерезидентами осуществление текущих выплат также затруднено из-за сложностей с трансграничными платежами.

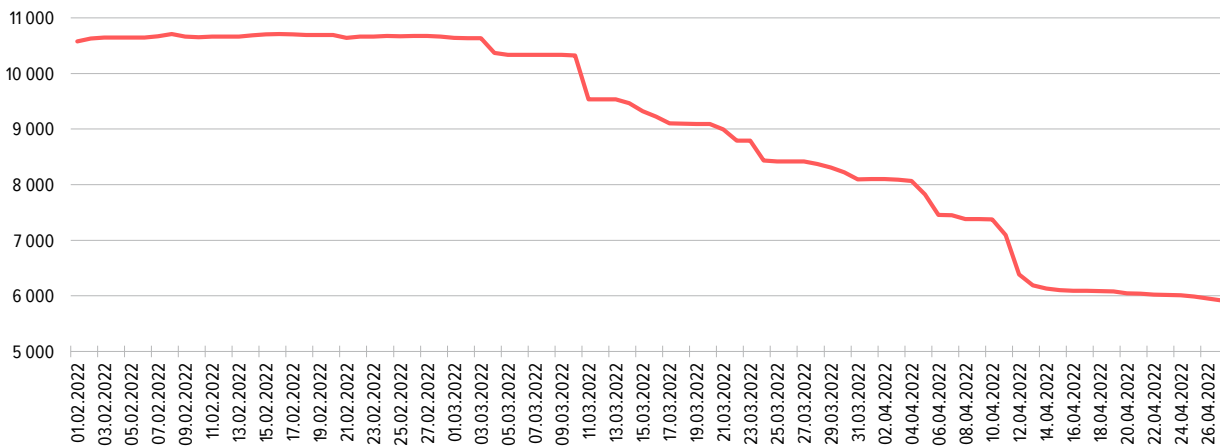
<sup>16</sup> По данным формы отчетности 0409316.

<sup>17</sup> Федеральный закон от 26.03.2022 № 71-ФЗ.



ОБЪЕМ ОТКРЫТЫХ ПОЗИЦИЙ ПО ОПЕРАЦИЯМ «ПРОЦЕНТНЫЙ СВОП» В РУБЛЯХ  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 27



Источник: НКО АО НРД.

ПОЗИЦИЯ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ПО ПРОЦЕНТНЫМ СВОПАМ В РУБЛЯХ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ СТАВКИ,  
ПО КОТОРОЙ ОСУЩЕСТВЛЯЕТСЯ ВЫПЛАТА (ФИКСИРОВАННАЯ/ПЛАВАЮЩАЯ)\*  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 28

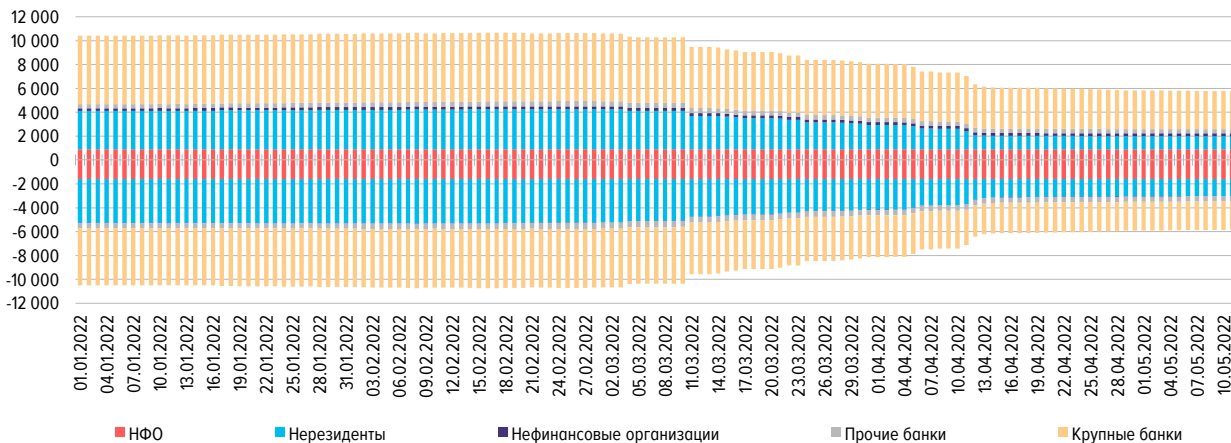
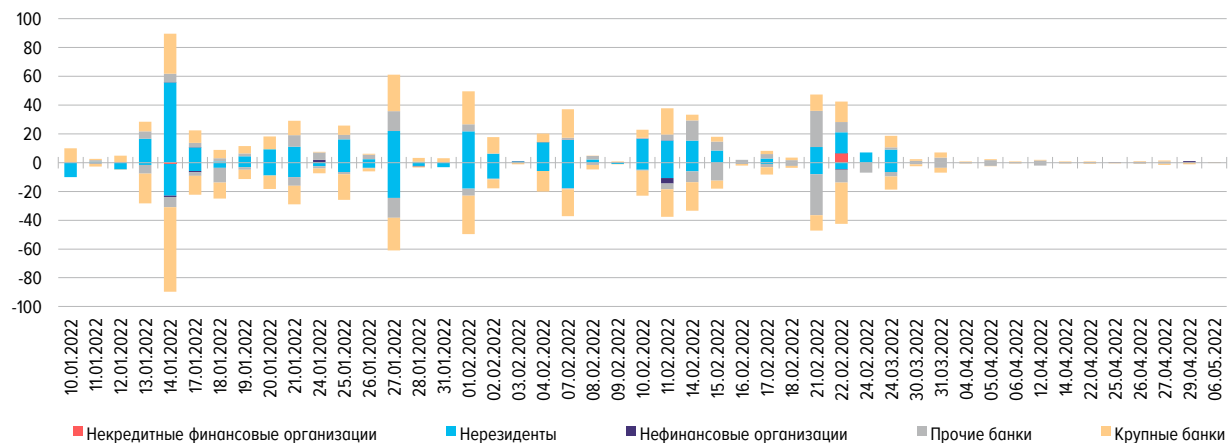
\* Положительная позиция означает, что участник преимущественно осуществляет выплаты по фиксированной ставке, отрицательная позиция – выплаты по плавающей ставке.  
Источник: НКО АО НРД.НОВЫЕ СДЕЛКИ ПО ПРОЦЕНТНЫМ СВОПАМ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ СТАВКИ, ПО КОТОРОЙ ОСУЩЕСТВЛЯЕТСЯ  
ВЫПЛАТА (ФИКСИРОВАННАЯ/ПЛАВАЮЩАЯ)\*  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 29

\* Положительная позиция означает, что участник преимущественно осуществляет выплаты по фиксированной ставке, отрицательная позиция – выплаты по плавающей ставке.  
Источник: НКО АО НРД.

## 2.4. Канал доходов

**Введение недружественными странами санкционных ограничений оказало негативное влияние на доходы российских компаний и граждан. Российские экспортеры столкнулись с ограничениями недружественных стран на импорт ключевых сырьевых товаров (металлы, нефть, удобрения и другое); были нарушены цепочки поставок из-за закрытия границ и сложностей транспортировки российских грузов; был введен запрет на экспорт в Россию оборудования, комплектующих и прочих товаров, необходимых для внутреннего производства. В настоящий момент давление на компании продолжается в виде новых ограничений. С целью нейтрализации влияния санкций компании-экспортеры стараются находить других покупателей и поставщиков, осуществляют деятельность по переходу на расчеты в национальной валюте. Данный процесс часто требует длительных изменений и сказывается на прибыльности компаний и в конечном итоге на доходах граждан.**

По данным S&P Global, сводный индекс PMI по выпуску в Российской Федерации<sup>18</sup> в марте 2022 г. упал до значения в 37,7 пункта (в апреле незначительно вырос до 44,4 пункта) по сравнению со значением в 50,8 пункта в феврале, что было вызвано спадом производства, клиентского спроса и сокращением объема новых экспортных заказов. Реальные денежные доходы населения за I квартал 2022 г. снизились на 1,0% по отношению к аналогичному периоду 2021 года.

В наибольшей степени санкциями недружественных стран были затронуты нефтегазовая и металлургическая отрасли, авиаперевозки, коммерческая недвижимость и автопроизводители. В дальнейшем снижение спроса со стороны населения (ниже уровня досанкционного потребления) может произойти в розничной торговле и секторе МСП вследствие спада экономики и сокращения реальных доходов населения.

**Нефтегазовая отрасль.** В феврале – марте 2022 г. российская нефтегазовая отрасль столкнулась с санкционным давлением со стороны США, Канады и Австралии, что обусловило ценовую волатильность на рынке нефти в I квартале 2022 года. Стоимость нефти марки Brent достигала 130 долл. США за баррель в начале марта 2022 г., на 11 мая она находилась около отметки 107 долл. США за баррель. В условиях введения ограничительных мер, несмотря на отсутствие прямых запретов со стороны европейских потребителей, российские нефтяные компании тем не менее сталкиваются с трудностями при поставке нефти за рубеж на фоне следующих факторов: возрастающей неопределенности с проведением финансовых расчетов, роста страховых премий на российских направлениях и сокращения количества морских грузоперевозчиков, готовых транспортировать российскую нефть, отказа иных участников цепочек поставок от сотрудничества из-за опасения расширения санкций<sup>19</sup>.

Установленные ограничения на импорт оборудования могут отразиться на пересмотре программ капитальных затрат российскими нефтегазовыми компаниями, а также стимулировать импортозамещение и поиск новых поставщиков в смежных отраслях.

**Металлургия.** Ценовая конъюнктура на мировом рынке черной металлургии складывается в условиях повышательного тренда, обусловленного вводимыми на товары российского экспорта ограничениями. В связи с отказом ряда зарубежных покупателей от импорта российских товаров черной металлургии российские экспортеры рассматривают возможность перенаправления поставок на другие рынки. Вместе с тем среди возможных рисков реализации продукции на альтернативных рынках стоит отметить дисконт к европейским сырьевым ценам, рост транспортных расходов, ограниченную пропускную способность восточного на-

<sup>18</sup> Сводный индекс PMI по выпуску в Российской Федерации (Russia Composite Output Index) характеризует совокупный выпуск в промышленности и услугах. Значение индекса выше 50 пунктов характеризует рост по отношению к предыдущему месяцу, ниже – снижение.

<sup>19</sup> В частности, со стороны стран ЕС.

правления, а также недостаточное количество судов, транспортирующих российские грузы. При этом возможное падение объемов поставок российских производителей может быть частично компенсировано ростом цен в краткосрочной перспективе: доля выручки крупнейших представителей отрасли черной металлургии от продаж в Европу по итогам 2021 г. составила 17%, а рост цен на стальной прокат по итогам I квартала 2022 г. достиг около 6% кв/кв, на железную руду – 27% кв/кв.

Проблемы с логистикой на экспортных направлениях частично затрагивают и российских производителей товаров *цветной металлургии*. Мировые цены на продукцию отрасли находятся на высоких уровнях (рост цен на алюминий в I квартале 2022 г. составил 18% кв/кв, на никель – 35% кв/кв, на медь – 3% кв/кв)<sup>20</sup> в условиях сохраняющейся неопределенности в отношении возможных шоков со стороны предложения (см. раздел 1).

**Авиаотрасль.** Против российской авиаотрасли были приняты санкции со стороны стран ЕС, Великобритании, Канады и США, которые существенно повлияли на ее финансовое положение и операционную деятельность.

Воздушное пространство над всей территорией вышеперечисленных стран было закрыто, что существенно снизило выручку авиакомпаний от зарубежных перелетов. По данным Росстата, в 2021 г. на страны, ныне недоступные и при этом более маргинальные для российских компаний, приходилось 30% выезжающих за рубеж авиатранспортом. Увеличилось время пути в доступные регионы из-за необходимости облета закрытого авиaproстранства. В свою очередь воздушное пространство России также было закрыто для самолетов недружественных государств, что снизило выплаты роялти. Внутророссийский трафик вырос после пандемии<sup>21</sup>. Ростуризм ожидает роста внутреннего турпотока<sup>22</sup>, что может отчасти нивелировать падение выручки авиакомпаний наряду с полетами в незакрытые страны, популярные у туристов летом. Однако часть аэропортов на юге России, на которые, по данным Росавиации, в 2021 г. приходилось 7% пассажиров, временно закрыта.

26 февраля 2022 г. ЕС принял новый пакет санкций, включающий запрет поставок авиатехники в Россию и оказание иностранными компаниями услуг лизинга в авиаотрасли для российских лизингополучателей. Под запретом также оказалось страхование воздушных судов иностранного производства, техобслуживание самолетов<sup>23</sup> и поставка запчастей и комплектующих для авиапроизводителей.

В начале марта авиационные управления Бермудских островов и Ирландии отзывали сертификаты летной годности у самолетов российских авиакомпаний, которые были зарегистрированы в упомянутых странах. В ответ на это был принят закон, разрешающий перерегистрацию в Российской Федерации самолетов, принадлежащих иностранным компаниям и находящихся в лизинге у российских авиаперевозчиков; около 800 воздушных судов было переведено в российский реестр<sup>24</sup>.

В условиях роста долговой нагрузки и снижения доходов из-за санкционных ограничений, отрасли может быть необходима дальнейшая государственная помощь для поддержания устойчивого финансового состояния.

<sup>20</sup> По данным Всемирного банка (*Commodity Markets Outlook, April 2022*).

<sup>21</sup> По данным Росавиации, количество перевезенных пассажиров в 2021 г. выросло на 60% по сравнению с 2020 г., а рост в январе – феврале 2022 г. по отношению к январю – февралю 2021 г. составил 33,8%.

<sup>22</sup> Рост в мае – сентябре 2022 г. предполагается от 4 до 30% по отношению к соответствующим месяцам 2021 г. в зависимости от региона; самый большой рост ожидается на юге России.

<sup>23</sup> 2 марта 2022 г. американская компания Boeing также заявила о прекращении поставок запчастей, технического обслуживания и поддержки самолетов российских авиакомпаний.

<sup>24</sup> Российские компании расплачиваются с иностранными лизинговыми компаниями в рублях.

Рост цен на авиатопливо<sup>25</sup> вслед за ростом цен на энергоносители также оказывает негативное влияние на авиаотрасль, однако частично компенсируется демпфером<sup>26</sup>. Помимо этого, в целях обеспечения перевозок российскими компаниями не менее 100 млн пассажиров по итогам 2022 г. Правительству Российской Федерации поручено разработать программу компенсации расходов авиакомпаний на внутренние перевозки. Также поручено обеспечить субсидирование компаниям расходов, связанных с возвратом пассажирам провозной платы за отмененные международные рейсы и рейсы в России, отмененные в связи с ограничением полетов в ряд аэропортов<sup>27</sup>.

Кроме того, иностранные санкции напрямую повлияли на сегмент *авиализинга*, который по итогам 2021 г., по данным «Эксперт РА», оценивался в 0,8 трлн руб., или 14% от совокупного лизингового портфеля. Большинство российского авиапарка находилось в собственности у иностранных лизинговых компаний, часть из которых были аффилированы с крупнейшими российскими лизингодателями.

В связи с невозможностью обслуживания долга перед иностранными кредиторами недружественных стран в иностранной валюте, в качестве поддержки отрасли был принят указ, предусматривающий осуществление расчетов с лизингодателями в рублях по курсу Банка России<sup>28</sup>. Если финансирование лизинговой сделки осуществлялось российским банком или российской материнской компанией лизингодателя из недружественных стран, была предусмотрена возможность погашения обязательств по данной сделке в российских рублях на имя материнской компании или банка-кредитора. Таким образом, лизингодатели, работающие в сегменте авиализинга, получили возможность хотя бы частично восстановить свои денежные потоки. В то же время значимым остается вопрос рыночной переоценки воздушных средств, находящихся на балансе лизинговых компаний.

**Ретейл (продовольственная розничная торговля).** Компании ретейла также столкнулись с проблемами в связи с введением рядом стран антироссийских санкций.

Многие производители прервали сотрудничество с отечественными компаниями-импортерами, ряд иностранных компаний заявили о намерении покинуть российский рынок или существенно ограничить свою деятельность на территории Российской Федерации, что отрицательно повлияло на закупки.

Логистические сбои и разрыв налаженных цепочек поставок произошли из-за следующих факторов: задержка и блокировка импортируемых в Российскую Федерацию грузов по решению таможенных органов в крупнейших европейских морских портах; запрет на международные грузоперевозки<sup>29</sup> по территории ЕС<sup>30</sup>, в том числе транзитные, на российских и белорусских транспортных средствах; отказ крупнейших международных транспортных компаний работать с российскими компаниями. Стоимость услуг иностранных транспортных компаний значительно выше, чем российских. В результате цена доставки товаров в страну выросла из-за закрытия транспортных коридоров, удлинения цепочек поставок и логистических маршрутов, а также тарифов и изменения курса валют.

<sup>25</sup> По данным Росавиации, рост составил 6% – с 63,3 тыс. руб. за тонну без НДС в январе до 67,2 тыс. руб. за тонну без НДС в марте.

<sup>26</sup> Авиакомпании получают компенсации из бюджета, когда экспортная цена керосина превышает установленный Правительством Российской Федерации условный уровень цен на него внутри страны. По данным ФАС, экспортная цена на авиакеросин, которая рассчитывается на основе курса доллара США, выросла в два раза – с 77 810 руб. за тонну в феврале до 142 707 руб. за тонну в марте.

<sup>27</sup> Поручение также включает в себя компенсацию расходов аэропортам, понесенных в период таких ограничений.

<sup>28</sup> Указ Президента Российской Федерации от 01.04.2022 № 179 «О временном порядке исполнения финансовых обязательств в сфере транспорта перед некоторыми иностранными кредиторами».

<sup>29</sup> Кроме грузовиков, осуществляющих доставку фармацевтической, медицинской, пищевой и сельскохозяйственной продукции, включая пшеницу, энергоносители, цветные металлы и удобрения.

<sup>30</sup> В Калининградскую область транзитные потоки пока сохраняются.

Санкции против российских банков ограничивают возможности оплаты товаров и услуг. Зарубежные производители перешли на полную предоплату поставок, вследствие чего импортеры вынуждены финансировать покупку товара самостоятельно в условиях сложности привлечения торгового финансирования из-за роста ключевой ставки. Совокупность данных факторов привела к снижению маржинальности ретейлеров в рамках сдерживания роста цен и поддержки текущего спроса.

Наблюдавшийся среди населения в конце февраля и марте рост спроса на товары длительного хранения привел к росту выручки ретейлеров. Однако, по данным сервиса «Чек Индекс», в апреле объемы продаж продуктовых магазинов стабилизировались, снизившись на 12% относительно марта за счет сглаживания ажиотажного спроса, притом что показатель относительно апреля предыдущего года вырос на 15%.

**Коммерческая недвижимость.** Данная отрасль традиционно становится уязвимой в условиях кризиса. Кроме того, она еще не в полной мере успела восстановиться после пандемии. По оценке аналитиков<sup>31</sup>, о временной приостановке деятельности в Российской Федерации объявили 160 международных торговых сетей. По их прогнозам, перспективы прояснятся в течение полугода: сохраняется давление на международные бренды в странах их происхождения, сети, приостановившие работу, сами окончательно закроют торговые точки, продадут бизнес инвесторам, либо на закрытии будут настаивать торговые центры из-за серьезного падения трафика, делая ставку на российские компании и лояльных партнеров из других стран.

По оценкам аналитиков<sup>32</sup>, в II – III кварталах 2022 г. ожидается рост вакантности: в торговых центрах могут остаться свободными 30 – 35% площадей.

**Автопроизводители.** Отрасль медленно восстанавливалась после пандемии в 2021 г., поэтому после введения ограничений в феврале – марте перешла к стагнации из-за ограничений на поставку запчастей и комплектующих для производства автомобилей и блокирующих санкций в отношении ряда компаний, связанных с данным сегментом. Несмотря на то что автопроизводители смогли заменить некоторые комплектующие китайскими аналогами, из-за введенного в регионах Китая локдауна поставки существенно задерживаются.

По данным АЕБ, в апреле 2022 г. произошло падение продаж новых автомобилей на 78,5% г/г, а в марте – на 62,9% г/г на фоне роста цен. В краткосрочной перспективе переориентация поставок и развитие российского производства автомобильных запчастей позволят частично компенсировать санкционные риски и возобновить автопроизводство.

По данным Росстата, на 29 апреля 2022 г. рост цен с начала года на отечественные легковые машины составил 46,11%, а на иностранные – 50,73%. Такой значительный рост цен на фоне сокращения реальных доходов населения окажет сильное негативное влияние на автопроизводителей. По прогнозам АЕБ, продажи новых автомобилей по итогам 2022 г. могут сократиться на 50% (до 800 – 850 тыс. ед.).

**МСП.** После снятия эпидемических ограничений и возобновления торгового сообщения наблюдается рост количества участников и объема торгового оборота среди субъектов МСП. Согласно данным Росстата, оборот розничной торговли малых предприятий за 2021 г. вырос на 8,1% относительно 2020 г., а за I квартал 2022 г. – на 12,5% относительно аналогичного периода 2021 года.

Тем не менее, поскольку уже в I квартале 2022 г. началось снижение реальных денежных доходов населения, а в ближайшие месяцы может повыситься уровень безработицы, то представители МСП ожидают снижения спроса со стороны населения ниже уровня досанкционного потребления вследствие спада экономики.

<sup>31</sup> Оценка консалтингового агентства по жилой и коммерческой недвижимости Knight Frank.

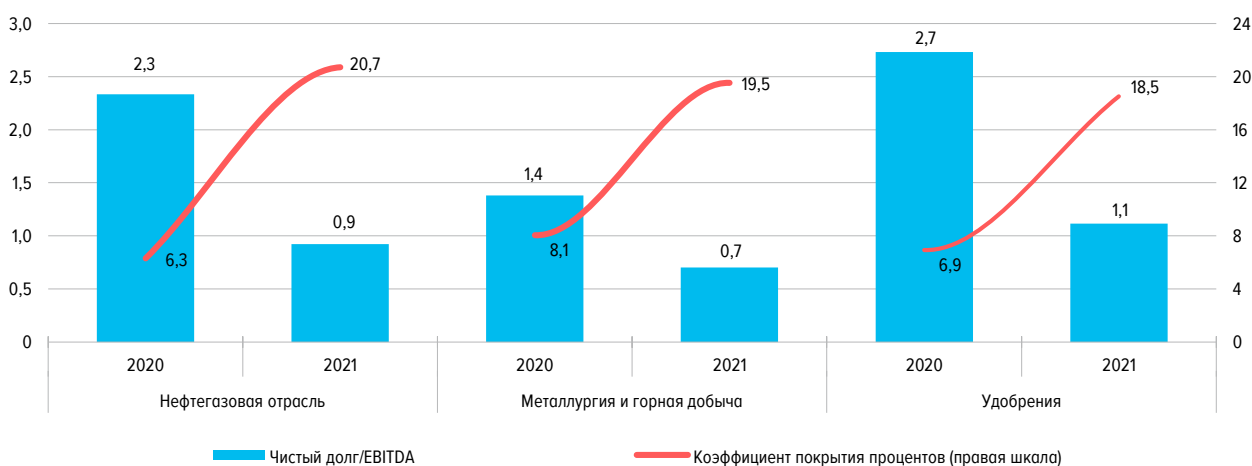
<sup>32</sup> Оценка Knight Frank.

## Долговая нагрузка крупнейших компаний нефинансового сектора

Долговая нагрузка крупнейших компаний нефинансового сектора в 2021 г. снизилась относительно 2020 года. Так, агрегированный показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» для нефтегазовой отрасли снизился на 1,4 пункта (до 0,9); для металлургии и горной добычи – на 0,7 пункта (до 0,7); для отрасли удобрений – на 1,6 пункта (до 1,1). Коэффициент покрытия процентов также улучшился: показатели для рассматриваемых отраслей в среднем выросли на 12,5 пункта (рис. 30). Снижение долговой нагрузки было связано с улучшением финансового состояния компаний ввиду роста цен на реализуемую продукцию и восстановления деловой активности после пандемии COVID-19.

В условиях нестабильной геополитической ситуации накопленный запас финансовой прочности большинства экспортно ориентированных компаний нефинансового сектора позволит им лучше адаптироваться к меняющейся рыночной конъюнктуре. Необходимость перестройки бизнес-моделей компаний, подвергшихся санкционным ограничениям, может спровоцировать пересмотр объема и направленности капитальных вложений в ряде организаций. Более того, растущие цены на мировых сырьевых рынках позволят отчасти компенсировать потенциальный ущерб от снижения объемов продаваемой продукции.

АГРЕГИРОВАННЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ ДЛЯ НЕФТЕГАЗОВОЙ ОТРАСЛИ, ОТРАСЛИ МЕТАЛЛУРГИИ И ГОРНОЙ ДОБЫЧИ, ОТРАСЛИ УДОБРЕНИЙ ЗА 2020 – 2021 ГОДЫ Рис. 30



Источники: консолидированная финансовая отчетность компаний, расчеты Банка России.

### Врезка 4. Ситуация на рынке жилья

В I квартале 2022 г. наблюдалось продолжение роста цен на рынках жилья на фоне увеличения вложения населением средств в объекты жилой недвижимости как в защитный актив в период кризиса, при этом на первичном рынке темпы роста превышают показатели вторичного рынка (табл. 6).

ИНДЕКС ЦЕН НА ПЕРВИЧНОМ И ВТОРИЧНОМ РЫНКАХ ЖИЛЬЯ РОССИИ  
(КВ/КВ)

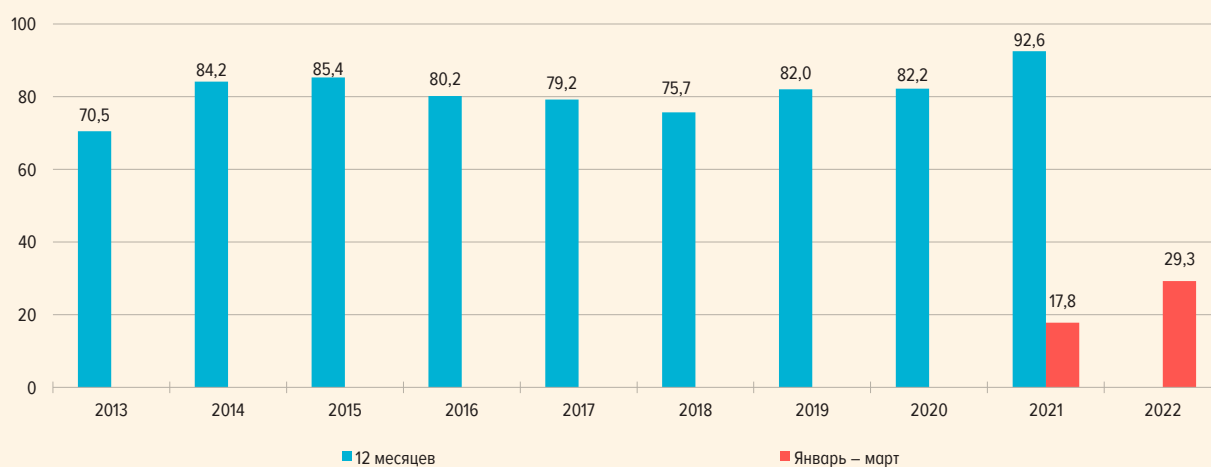
Табл. 6

	Рынок жилья	II квартал 2020	III квартал 2020	IV квартал 2020	I квартал 2021	II квартал 2021	III квартал 2021	IV квартал 2021	I квартал 2022
Российская Федерация	Первичный	102,7	103,7	103,7	106,0	107,0	105,1	105,7	108,0
	Вторичный	101,4	103,2	104,4	103,6	104,4	103,4	104,7	106,5
Москва	Первичный	100,4	105,4	102,0	106,7	110,2	104,2	103,4	105,3
	Вторичный	105,1	110,2	108,5	100,4	110,6	104,5	103,5	101,7

Источник: Росстат.

ОБЪЕМ ВВОДА ЖИЛОЙ НЕДВИЖИМОСТИ В РОССИИ  
(МЛН КВ. М)

Рис. 31



Источник: Единая информационная система жилищного строительства (ЕИСЖС).

В начале 2022 г. наблюдалось продолжение восходящего тренда по объему ввода жилой недвижимости (за январь – март 2022 г.: +64% г/г), что связано с инертностью строительной отрасли (рис. 31). В то же время в сегменте многоквартирного строительства наблюдается более умеренный рост: за I квартал 2022 г. объем ввода вырос на 36% по отношению к аналогичному периоду 2021 года. Однако к концу 2022 г. и в последующие год-два можно ожидать некоторого снижения темпов роста объемов ввода ввиду роста себестоимости производства и возможной нехватки строительных материалов, а также увеличения сроков строительства из-за изменения логистики на фоне проблем с импортными поставками и моратория на штрафы за задержку сдачи жилья до конца 2022 года. В долгосрочной перспективе вероятна стагнация цен на рынке жилья ввиду сокращения покупательского спроса на фоне роста ипотечных ставок и сокращения реальных доходов.

В настоящий момент в сфере кредитования застройщиков можно выделить следующие основные риски:

- ухудшение показателей долговой нагрузки («Чистый долг/ЕБИТДА», коэффициент покрытия процентов) на фоне снижения операционных доходов из-за сокращения спроса и роста издержек (удорожание ряда строительных материалов и рабочей силы), а также роста стоимости обслуживания кредитов и займов;
- увеличение сроков строительства и, как следствие, возникновение необходимости реструктуризации кредитов с целью увеличения срока кредитования.

Риски кредитования застройщиков будут отчасти компенсированы различными мерами государственной поддержки строительной отрасли, в том числе продлением до конца года универсальной программы льготной ипотеки с пониженной до 9% ставкой для заемщиков, а также программами субсидирования кредитов застройщикам.

## 2.5. Кредитный канал

**Из-за резкого и одновременного снижения финансовой устойчивости в различных секторах экономики, а также ухудшения условий кредитования экономика становится уязвима к кредитному сжатию. Эффект кредитного сжатия заключается в том, что снижение кредитования приводит к замедлению экономического роста, которое, в свою очередь, снова снижает спрос на кредитование; соответственно, процесс сжатия начинает раскручиваться по спирали. Для купирования данного риска Правительством Российской Федерации и Банком России были запущены программы льготного кредитования компаний, а для населения продолжают действовать льготные программы ипотечного кредитования.**

### 2.5.1. Рынок корпоративного кредитования

К началу кризиса банковский сектор подошел с уверенно растущим корпоративным кредитным портфелем, низкой стоимостью риска и снижающейся долей корпоративных кредитов в иностранной валюте. Рост кредитования на 1 февраля 2022 г. составлял 13,9% г/г и был обусловлен увеличением рублевой задолженности по кредитам, в то время как долг в иностранной валюте постепенно сокращался. Корпоративные кредиты в иностранной валюте (доля которых составила 24%) в основном представлены требованиями к российским компаниям и нерезидентам, аффилированным с российским бизнесом. Как и в первый месяц пандемии, начало текущего кризиса характеризовалось утилизацией заемщиками лимитов по кредитным линиям и спросом на реструктуризацию имеющейся задолженности. На фоне введенных санкций сократившееся в марте – апреле кредитование в иностранной валюте (-2,9 и -2,2% соответственно) было частично компенсировано спросом на кредиты в рублях (+0,6 и +0,7% соответственно). В целях поддержки кредитования и недопущения кредитного сжатия Правительством Российской Федерации была запущена программа льготного кредитования системообразующих предприятий, а Банком России – программа поддержки кредитования субъектов МСП.

Качество корпоративного кредитного портфеля пока является неопределенным, так как многие компании находятся в процессе адаптации к новым экономическим условиям. Для преодоления возникших трудностей с обслуживанием долга некоторым компаниям требуется реструктуризация кредитов. Банки уже реструктурировали около 6% корпоративного кредитного портфеля. Банк России в свою очередь предоставил банкам возможность дополнительно не формировать резервы по таким кредитам. При этом у многих банков непосредственно перед началом кризиса имелся запас капитала для покрытия возможных потерь по кредитным требованиям (в целом по сектору запас капитала составлял 6,6 трлн руб.<sup>33</sup>, но он распределен неравномерно).

Рост кредитования на 1 февраля 2022 г. составил 13,9% г/г и был обусловлен увеличением рублевой задолженности по кредитам, в то время как долг в иностранной валюте постепенно сокращался. Доля кредитов в иностранной валюте на 1 февраля 2022 г. была равна 24% корпоративного кредитного портфеля, при этом значительная часть этой задолженности приходилась на связанные с российскими организациями компании-нерезиденты, которые с большой вероятностью конвертируют задолженность в рубли и продолжают обслуживание кредитов, несмотря на санкции. Для покрытия возможных рисков по кредитным требованиям к юридическим лицам в иностранной валюте у банков имелся макропруденциальный буфер, эквивалентный 158 млрд руб. капитала, который был распущен Банком России для этой цели.

Качество кредитного портфеля постепенно улучшалось с момента острой фазы пандемии в 2020 г., так как отдельные крупные безнадежные к взысканию кредиты были списаны за счет резервов на возможные потери. В результате к 1 февраля 2022 г. доля «плохих» ссуд снизилась до 7,1% по кредитам крупным компаниям (без учета МСП) и до 10,3% по кредитам субъектам МСП.

С момента введения недружественными странами санкций в отношении России, а также повышения Банком России ключевой ставки для поддержания финансовой стабильности ситуация с корпоративным кредитованием в значительной мере развивалась по сценарию, который наблюдался в начале пандемии в 2020 году. Компании предъявляли повышенный спрос на кредитование в конце февраля – начале марта, выбирая лимиты по ранее одобренным банками кредитным линиям. Рост рублевой задолженности в феврале составил 2,8%, из них 2,7 п.п. – за счет утилизации кредитных линий<sup>34</sup>. В марте и апреле 2022 г. рост рублевого кре-

<sup>33</sup> Запас капитала банковского сектора с учетом надбавок к нормативам и накопленного к началу кризиса макропруденциального буфера (по состоянию на 01.02.2022).

<sup>34</sup> Средства, предоставленные по договорам с кредитной линией (по данным формы отчетности 0409303).



## ЛИМИТЫ НА ВЫДАЧУ ЛЬГОТНЫХ КРЕДИТОВ СИСТЕМООБРАЗУЮЩИМ ОРГАНИЗАЦИЯМ

Табл. 7

Сфера деятельности	Лимит объема льготных кредитов, млрд руб.
Промышленность и торговля	1 200
Транспортный комплекс	250
Агропромышленный комплекс	225
Строительство коммерческой недвижимости	89
Топливо-энергетический комплекс	58,3
Информационные технологии	54,5
Информация и связь, относящиеся к медиаотрасли	38,8
Жилищно-коммунальное хозяйство	35,5
Итого	1 951

Источники: приказы и распоряжения Правительства Российской Федерации (распоряжения № 532-р от 18.03.2022, № 534-р от 18.03.2022, № 714-р от 01.04.2022, № 777-р от 07.04.2022, № 831-р от 11.04.2022, № 1046-р от 28.04.2022, № 1047-р от 28.04.2022, № 1048-р от 28.04.2022, № 1235-р от 19.05.2022), пресс-релизы Правительства Российской Федерации.

дитования был умеренным (+0,6 и +0,7% соответственно) на фоне возросшей стоимости кредитования и более осторожного подхода банков к отбору заемщиков.

Для недопущения кредитного сжатия в экономике Правительство Российской Федерации и Банк России запустили льготные программы кредитования предприятий.

Совместные с АО «Корпорация «МСП» программы Банка России нацелены на поддержку субъектов МСП и позволяют компаниям как получить новые кредиты, так и рефинансировать уже имеющиеся обязательства. К концу апреля Банк России выдал участвующим в программах банкам кредиты для осуществления льготного кредитования субъектов МСП в размере 103 млрд руб.<sup>35</sup> и 160 млрд руб. – для рефинансирования имеющейся задолженности субъектов МСП, что сопоставимо с 3,6% кредитного портфеля МСП. Свободный лимит по программам льготного кредитования Банка России дает возможность выдать еще 318 млрд рублей<sup>36</sup>.

Программы Правительства Российской Федерации в первую очередь нацелены на поддержку системообразующих предприятий за счет субсидирования процентных ставок по кредитам. С начала марта банки выдали льготные кредиты системообразующим организациям на пополнение оборотных средств в объеме 39,2 млрд руб. для агропромышленных компаний и 261,5 млрд руб. для компаний из промышленных и торговых секторов<sup>37</sup>, что составило 6% корпоративного кредитного портфеля<sup>38</sup> и 21% от установленных в рамках программ лимитов. Всего на 2022 г. выделен значительный лимит (1,9 трлн руб.), из которого основная часть приходится на компании промышленности и торговли (табл. 7). Для реализации программы льготного кредитования проектов жилищного строительства АО «ДОМ.РФ» распределило между кредитными организациями средства, выделенные Правительством России, в объеме 35 млрд рублей<sup>39</sup>. Кроме того, существенно расширена государственная программа поддерж-

<sup>35</sup> В том числе новые транши выдач по реструктурированным кредитам.

<sup>36</sup> Программы Банка России льготного кредитования субъектов МСП (приказ Банка России от 25.10.2019 № ОД-2479 «Расширенная программа стимулирования кредитования субъектов МСП», приказ Банка России от 11.03.2022 № ОД-490 «Программа оборотного кредитования субъектов МСП») дают возможность бизнесу получить оборотные кредиты сроком до 1 года, а также инвестиционные кредиты на срок до 3 лет. Программа льготных кредитов на оборотные средства для МСП позволяет малым предприятиям получить льготный кредит (рефинансировать ранее полученный) или инвестиционный кредит по ставке не выше 15% годовых, а средним предприятиям – не выше 13,5%. Срок действия программы – до 30 декабря 2022 года.

<sup>37</sup> По данным, предоставленным 83 кредитными организациями в рамках опроса Банка России по состоянию на 17.05.2022 (доля в активах банковского сектора около 60% по состоянию на 01.05.2022).

<sup>38</sup> Расчеты Банка России по данным формы отчетности 0409303 по кредитам, предоставленным юридическим лицам – резидентам и индивидуальным предпринимателям.

<sup>39</sup> В соответствии с постановлением Правительства Российской Федерации от 30.04.2020 № 629 с учетом изменений, утвержденных постановлением Правительства Российской Федерации от 31.03.2022 № 534.

ки экономики в части предоставления поручительств государственной корпорации развития «ВЭБ.РФ» по кредитам – лимит кредитования производственных предприятий<sup>40</sup>, обеспеченного поручительствами, составит 1,1 трлн рублей.

По сравнению с началом пандемии особенностью текущего периода стало значительное сокращение кредитования в иностранной валюте на фоне введения рядом недружественных стран санкций в отношении отдельных российских банков и компаний (старые кредиты амортизируются, а новые практически не выдаются). Также по кредитам отдельным компаниям отмечается перевод требований из иностранной валюты в рубли. Если в феврале задолженность в иностранной валюте увеличилась на 1,2%, то в марте произошло ее сокращение на 2,9% и продолжилось в апреле (на 2,2%).

Текущее качество корпоративного кредитного портфеля остается неопределенным. Корпоративному сектору потребуется много времени на перенастройку бизнес-процессов, частично парализованных вследствие разрывов производственных и логистических цепочек, ограниченного доступа к традиционным рынкам сбыта, а также из-за проблем с внешнеэкономическими расчетами и страхованием (более подробно в разрезе отраслей деятельности компаний – см. подраздел 2.4). Это не позволяет банкам в полной мере оценить текущее качество кредитного портфеля. В связи с этим Банк России временно предоставил банкам возможность не ухудшать оценку качества ссуд, в том числе при реструктуризации задолженности, если заемщики испытывают сложности с обслуживанием долга из-за прямого или косвенного влияния санкций. Для поддержки потенциала кредитования также был распушен накопленный макропруденциальный буфер капитала, сформированный по розничным кредитам и кредитным требованиям в иностранной валюте.

Чтобы компании могли адаптироваться к новым экономическим условиям, банки реструктурируют ранее предоставленные им кредиты. Для субъектов МСП возобновил действие закон, позволяющий обратиться к кредитору за кредитными каникулами на срок до 6 месяцев<sup>41</sup>. Количество обращений за кредитными каникулами в первый месяц действия закона, а также за реструктуризацией кредита по собственным программам банков не превосходит спрос, отмечавшийся в начале пандемии. Всего банки реструктурировали 3,3% задолженности субъектов МСП на 1 апреля 2022 г., включая предоставление кредитных каникул в силу закона (1,4% задолженности)<sup>42</sup>.

Спрос на реструктуризацию со стороны крупных компаний превысил значение, которое наблюдалось в начале пандемии. Банки с начала марта уже реструктурировали 6,3% портфеля кредитов<sup>43</sup>, предоставленных крупным корпоративным заемщикам преимущественно из следующих отраслей: химическая промышленность, горная добыча, нефтегазовая отрасль, операции с недвижимостью. Половина таких реструктуризаций (3,2% портфеля кредитов крупным компаниям) приходится на кредиты с переменными ставками, обслуживание которых для многих заемщиков стало затруднительным после увеличения ключевой ставки Банка России до 20%. Чтобы стимулировать банки реструктурировать кредиты компаниям, Банк России позволил не ухудшать категорию качества ссуд вследствие реструктуризации.

В дальнейшем по мере структурной подстройки экономики к ограничительным мерам, введенным недружественными странами, роста импортозамещения в отдельных отраслях, а так-

<sup>40</sup> Организации, не относящиеся к субъектам МСП и системообразующим организациям. Лимит ответственности по поручительствам ВЭБ.РФ – до 50% по каждому кредиту.

<sup>41</sup> Срок подачи заявления на кредитные каникулы для кредитных договоров, заключенных до 1 марта 2022 г., – до 30 сентября 2022 года.

<sup>42</sup> По результатам мониторинга Банка России реструктуризаций задолженности субъектов МСП, проведенных кредитными организациями за март 2022 года. По предварительным данным, на 01.05.2022 доля реструктурированной задолженности составила около 7%.

<sup>43</sup> С учетом приобретенных прав требований, без учета кредитов, выданных ВЭБ.РФ. Доля относительно объема кредитного портфеля юридических лиц, за исключением МСП, по данным формы отчетности 0409303 на 01.04.2022.

же снижения процентных ставок можно ожидать постепенного восстановления спроса со стороны компаний на кредиты. При этом ожидаемое снижение валютизации обязательств будет способствовать сокращению доли кредитов в иностранной валюте.

По мере стабилизации ситуации в финансовой системе банки будут постепенно признавать потери по реструктурированным кредитам. Объем реструктурированных с конца февраля кредитов уже составляет 54% от имевшегося запаса капитала банковского сектора<sup>44</sup>, но общий размер кредитных потерь банков в будущем может быть выше, так как сохраняется высокая неопределенность относительно устойчивости отдельных крупных компаний и целых отраслей экономики, ряд начатых инвестиционных проектов может оказаться неэффективным.

### **2.5.2. Рынок розничного кредитования**

К началу кризиса рынок кредитования физических лиц подошел с максимальным за все время наблюдений уровнем долговой нагрузки домохозяйств на макроуровне (10,6% от располагаемых доходов населения), при этом банки сформировали значительный макропруденциальный буфер капитала (730 млрд руб.). В условиях ухудшения внешнеэкономической ситуации и роста стоимости кредитования в марте 2022 г. снизились выдачи необеспеченных потребительских кредитов, что привело к сокращению данного портфеля за март – апрель на 3,4%. При этом в ипотечном кредитовании небольшое сокращение портфеля наступило только в апреле, так как значительная часть выданных в марте кредитов была предоставлена по ранее одобренным заявкам, а также в рамках государственных программ льготного кредитования. Изменение Правительством Российской Федерации параметров программы льготного кредитования (снижение ставки до 9% и увеличение максимальной суммы кредита до 30 млн руб.) обеспечит стабилизирующее воздействие на рынок ипотеки и поддержит темпы роста выдач в II – IV кварталах 2022 года.

Существенного ухудшения качества розничного кредитного портфеля пока не наблюдается, однако в марте – апреле зафиксирован существенный рост доли потребительских ссуд, по которым был пропущен очередной платеж (с 5,3 до 7,5%), что указывает на потенциальное увеличение необслуживаемых ссуд в данном сегменте в будущем.

Для покрытия банками возможных потерь по кредитам и поддержки кредитования в целом Банк России распустил весь накопленный макропруденциальный буфер капитала, снизил макропруденциальные требования к капиталу по вновь выдаваемым розничным кредитам, а также временно разрешил банкам проводить реструктуризацию кредитов без необходимости доформирования резервов. Пока спрос населения на реструктуризацию кредитов остается небольшим, реструктурировано 0,6% задолженности по розничным кредитам, однако спрос на реструктуризации может возрасти во второй половине года.

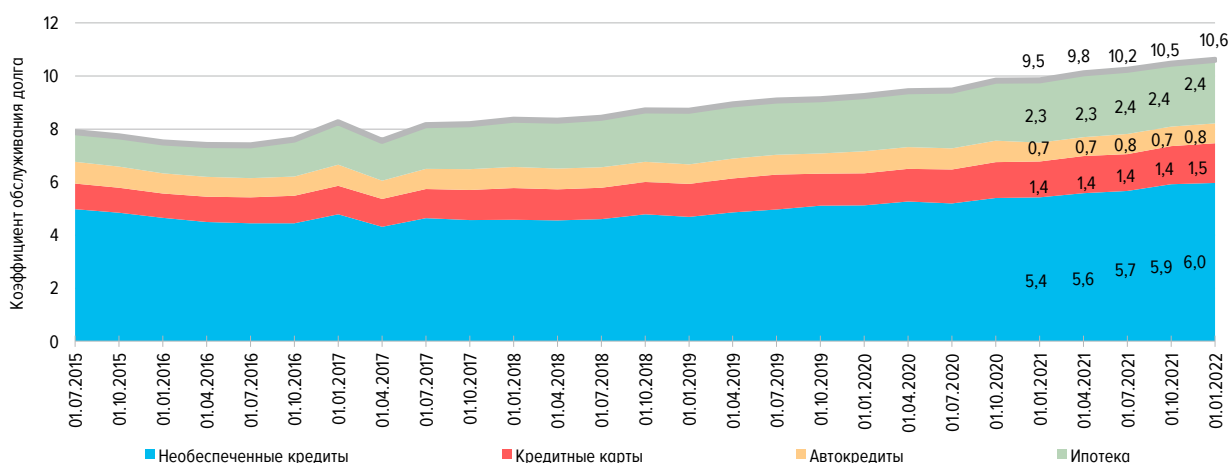
К началу кризиса банковский сектор подошел с быстро растущим розничным кредитным портфелем, накопленным макропруденциальным буфером капитала для покрытия возможных потерь и устойчиво снижающейся долей «плохих» долгов. Активный рост кредитования до 1 февраля 2022 г., опережающий рост доходов населения, а также снижение банками требований к платежной нагрузке заемщиков приводили к увеличению долговой нагрузки населения. К 1 января 2022 г. отношение плановых платежей населения по кредитам в соответствии с условиями договора составляло 10,6% от располагаемых доходов всего населения (не только тех граждан, у которых имеются кредиты).

В связи с этим макропруденциальная политика Банка России в последний год была направлена на ограничение роста рискованного кредитования и накопление банками буферов капитала для покрытия возможных будущих потерь. Совокупный накопленный буфер капитала по розничным кредитам составил 730 млрд руб. на 1 февраля 2022 года. В сегменте необеспе-

<sup>44</sup> В размере 6,6 трлн руб. до нарушения обязательных нормативов по состоянию на 01.02.2022.

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА ДОМОХОЗЯЙСТВ  
(%)

Рис. 32



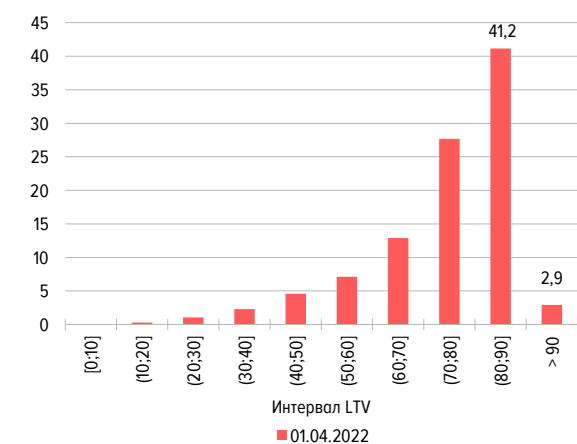
Источники: данные форм отчетности 0409126, 0409115, объединенные данные БКИ.

ценного кредитования макропруденциальный буфер капитала позволял покрыть возможные потери в размере 5,3% портфеля, в ипотечном сегменте – 1,2%.

С момента начала кризиса граждане предпочитали откладывать решение об обращении за кредитом в условиях роста стоимости кредитования и повышенной экономической неопределенности, что отразилось в сокращении количества поданных заявок на кредит наличными в I квартале 2022 г. на 44% по сравнению с IV кварталом 2021 года. Банки также ужесточили требования к заемщикам. Это привело к сокращению задолженности по необеспеченным потребительским кредитам на 1,9 и 1,5% в марте и апреле 2022 г. соответственно и снижению доли кредитов, предоставленных заемщикам с высоким значением показателя долговой нагрузки (ПДН). Если в IV квартале 2021 г. доля предоставленных потребительских кредитов заемщикам с ПДН более 80% составляла 33,4%, то в марте 2022 г. она снизилась до 31,6%, несмотря на нормативное ужесточение подходов к расчету ПДН по долгосрочным потребительским кредитам<sup>45</sup>.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ЗАДОЛЖЕННОСТИ  
ПО ИПОТЕЧНЫМ КРЕДИТАМ ПО ДДУ ПО УРОВНЮ  
LTV  
(%)

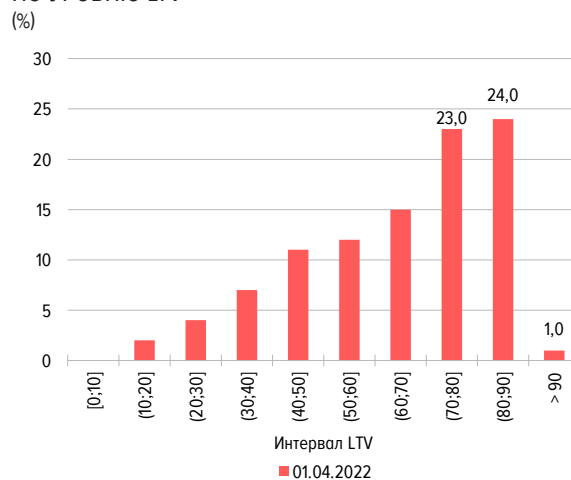
Рис. 33



Источники: данные формы отчетности 0409704.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ЗАДОЛЖЕННОСТИ  
ПО ИПОТЕЧНЫМ КРЕДИТАМ НЕ ПО ДДУ  
ПО УРОВНЮ LTV  
(%)

Рис. 34

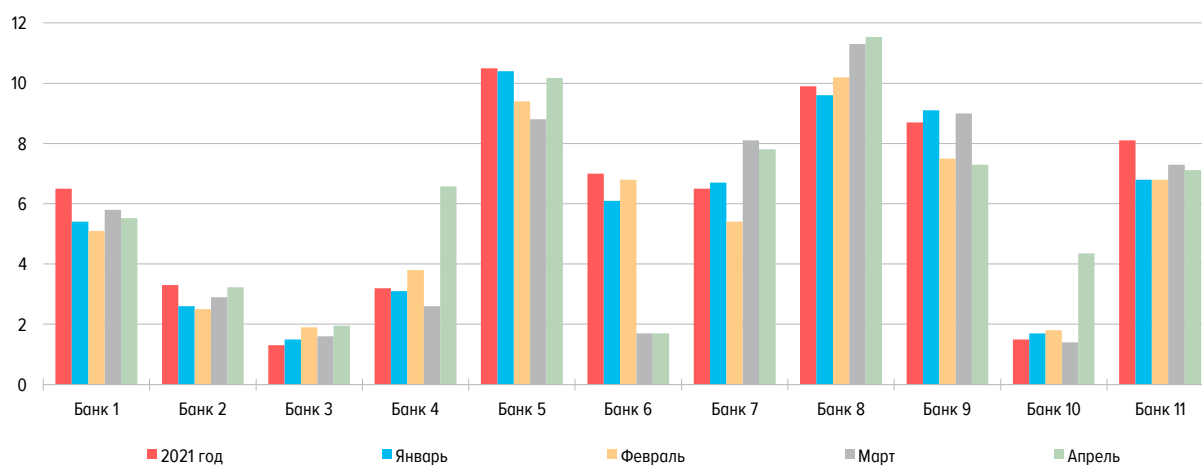


Источники: данные формы отчетности 0409704.

<sup>45</sup> С 1 февраля 2022 г. ПДН по потребительским кредитам со сроком до погашения свыше 5 лет рассчитывается из предположения, что кредит должен быть выплачен в течение 48 месяцев.

## ДИНАМИКА КОЭФФИЦИЕНТА ВЫХОДА В ПЕРВУЮ ПРОСРОЧКУ ПО НЕОБЕСПЕЧЕННЫМ КРЕДИТАМ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ

Рис. 35



Источник: данные опроса Банка России.

В ипотечном кредитовании темпы роста задолженности в марте 2022 г. сохранились на высоком уровне – 2,1%, что в значительной степени было связано с реализацией населением инвестиционного спроса на жилую недвижимость, в том числе в целях защиты сбережений от обесценения в условиях возросшей инфляции. Существенная часть кредитов была предоставлена по заявкам, одобренным банками до начала кризиса. Также поддержку ипотечному сегменту оказывают государственные льготные программы кредитования, на которые в марте пришлось 43% объема предоставленных кредитов. В апреле эффект от исполнения ранее одобренных заявок был исчерпан и портфель показал снижение на 0,1% за месяц.

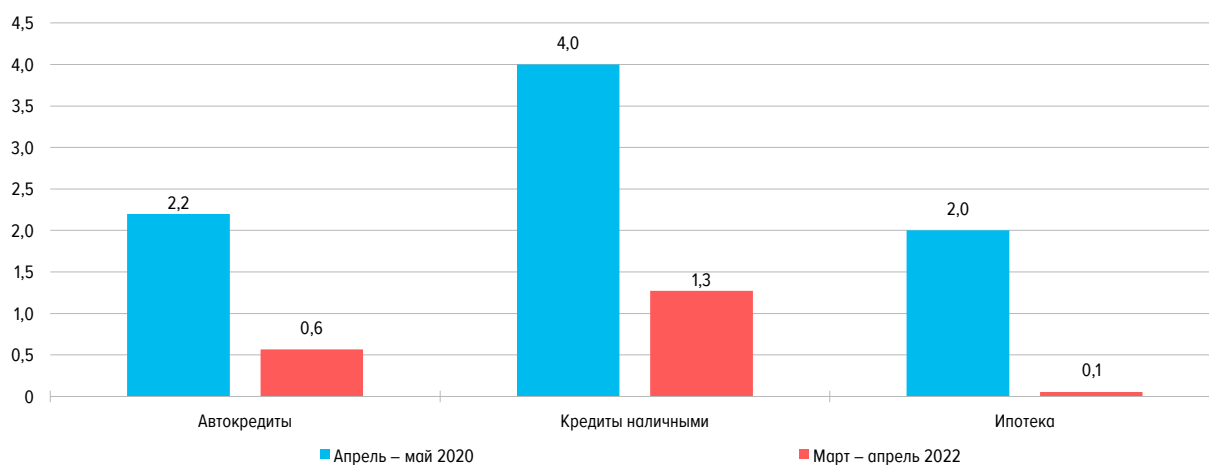
Негативным эффектом расширения программ государственного субсидирования ипотеки выступает рост уязвимости сформированного портфеля в случае снижения цен на жилье, поскольку минимальный размер первоначального взноса по государственным программам составляет 15%. Портфель таких кредитов отличается более высоким значением LTV по сравнению с ипотечными кредитами, предоставленными для приобретения жилья на вторичном рынке. В случае существенного снижения цен часть заемщиков в сегменте первичной ипотеки будет иметь задолженность, превышающую текущую стоимость приобретенного ими жилья.

Ухудшения качества розничного кредитного портфеля пока не отмечается. Доля ссуд с просроченными платежами свыше 90 дней по потребительским кредитам составляет 8,0%, по ипотечным – 0,7%. Однако данный показатель не учитывает потенциального роста необслуживаемой задолженности по портфелю кредитов, реструктурированных после 01.03.2022 (рис. 36). Кроме того, в течение марта был зафиксирован рост опережающих индикаторов кредитного риска, указывающих на потенциальный рост необслуживаемых потребительских ссуд в II квартале 2022 года. Так, согласно опросу крупнейших кредитных организаций, осуществляющих розничное кредитование, в марте – апреле зафиксирован рост доли потребительских кредитов, по которым был пропущен очередной платеж, с 5,3 до 7,5% (выход в первую просрочку). Данный уровень соответствует значениям 2021 г., синхронный рост показателя у большинства банков отражает систематический рост кредитного риска, вызванный макроэкономическими факторами.

Для покрытия банками возможных потерь по кредитам и поддержки кредитования Банк России распустил весь накопленный макропруденциальный буфер капитала, снизил надбавки к коэффициентам риска по вновь выдаваемым розничным кредитам и приостановил до 30 июня 2022 г. действие ограничения полной стоимости потребительского кредита (займа). Кроме того, Банк России временно разрешил банкам реструктурировать кредиты заемщикам, столкнувшимся с ухудшением финансового состояния, без необходимости дополни-

ДОЛЯ РЕСТРУКТУРИРОВАННОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ  
(%)

Рис. 36



Источник: данные опроса Банка России.

тельного формирования резервов по таким кредитам. Это будет способствовать проведению реструктуризаций по программам банков. При этом заемщики также имеют право обратиться за кредитными каникулами в силу закона<sup>46</sup>, если их доход снизился более чем на 30%. Спрос на реструктуризацию кредитов в марте – апреле был умеренным и существенно уступал спросу в начале пандемии в 2020 году. Однако в будущем доля реструктурированных кредитов может возрасти в случае роста безработицы и снижения реальных доходов населения.

Во второй половине 2022 г. ожидается рост доли льготных ипотечных кредитов за счет сжатия рынка вторичной ипотеки в условиях высоких ставок. В сегменте необеспеченного потребительского кредитования возможна стагнация портфеля. В отличие от кризиса, вызванного пандемией, когда заемщики активно обращались за реструктуризацией кредитов, в текущем кризисе этот процесс может быть растянут во времени. При этом ухудшение качества кредитного портфеля может быть более значительным и гораздо более длительным, чем в 2020 г., так как экономике потребуется больше времени на адаптацию к новым внешнеэкономическим условиям и реализацию структурных изменений.

## 2.6. Канал страхования

**Ограничения на международное перестрахование в случае реализации крупного страхового события могли негативно сказаться на финансовом положении как российских страховщиков, так и их страхователей. В ответ российский страховой рынок снижает зависимость от перестраховочных компаний из недружественных стран и переориентируется на внутренние расширенные перестраховочные емкости.**

**В условиях подорожания запчастей и сложностей с их доставкой страховщики ОСАГО могут столкнуться с некоторым ростом убыточности, однако значительных проблем в сегменте не ожидается.**

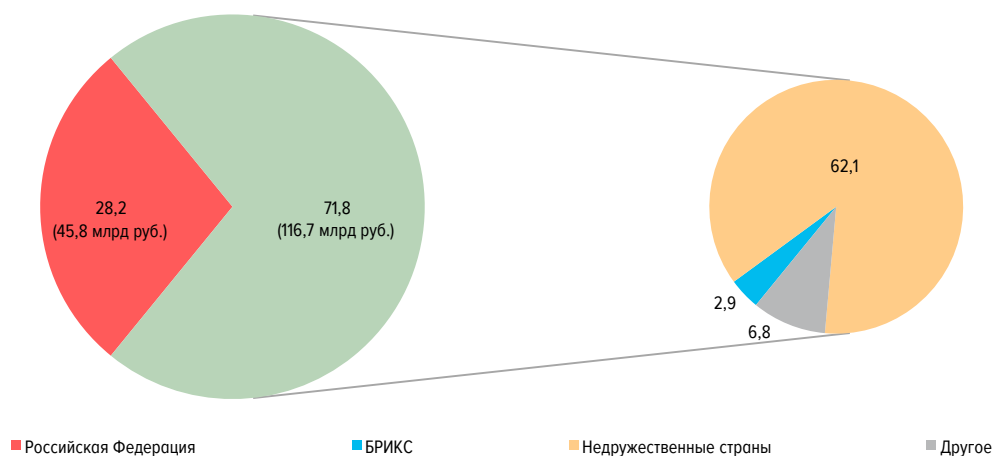
### 2.6.1. Перестрахование

Санкционные ограничения затронули российский страховой рынок в первую очередь через операции перестрахования. В результате российские страховщики столкнулись с невозможностью перестраховать риски в полном объеме, одновременно выросла вероятность возникновения проблем с получением перестраховочных возмещений по произошедшим убыткам

<sup>46</sup> Федеральный закон от 03.04.2020 № 106-ФЗ.

СТРУКТУРА ПРЕМИЙ, ПЕРЕДАННЫХ В ПЕРЕСТРАХОВАНИЕ, В 2021 ГОДУ (%)

Рис. 37



Источник: данные формы отчетности 0420157.

по причине отказа международных перестраховщиков или расчетных банков выполнять свои обязательства. Отсутствие перестраховочной защиты в случае реализации крупного страхового события могло негативно сказаться на финансовом положении страховщиков, а от них «заражение» могло перекинуться на страхователей.

По итогам 2021 г. около 72% перестраховочной премии было передано на международный рынок, на долю недружественных стран пришлось порядка 62% от совокупной величины премий, переданных в перестрахование. Объем страховых премий, переданных в перестрахование на территории Российской Федерации, в 2021 г. составил около 46 млрд рублей.

В целях минимизации риска невыполнения обязательств перестраховщиками из недружественных стран, был установлен запрет на совершение сделок со страховщиками, перестраховщиками и страховыми брокерами, являющимися резидентами недружественных государств. Дополнительно для решения проблем на рынке перестрахования был осуществлен ряд мер: принят закон об увеличении обязательной доли РНПК в передаваемых в перестрахование обязательствах с 10 до 50%; более чем в четыре раза увеличен объявленный капитал РНПК – с 71 до 300 млрд руб., а гарантированный капитал РНПК достиг 750 млрд рублей. Помимо обеспечения покрытия санкционных рисков, принимаемых в перестрахование РНПК, гарантия Банка России покрывает все страховые риски, которые по объективным причинам не могут быть размещены на международных рынках перестрахования.

Данные меры призваны сохранить финансовую устойчивость российского страхового рынка, позволив российским компаниям обеспечивать надежной страховой защитой своих клиентов и вести работу с новыми санкционными рисками.

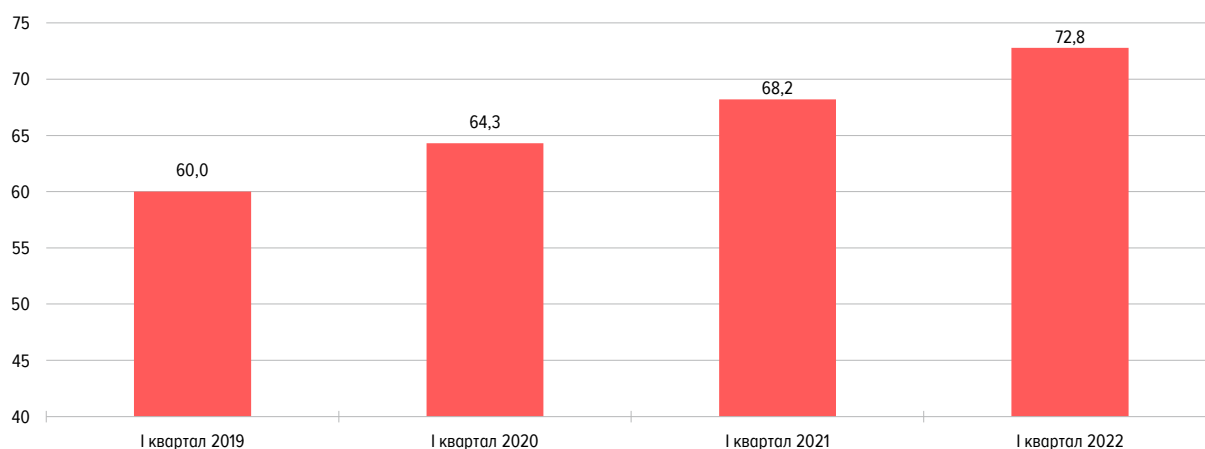
### 2.6.2. Автострахование

Подорожание запасных частей и сложности с их доставкой приводят к росту стоимости восстановительного ремонта и, как результат, к увеличению стоимости страхования. Ситуация осложняется инертностью порядка пересмотра справочников Российского союза автостраховщиков (РСА) средней стоимости запасных частей, материалов и нормо-часов работ, согласно которым рассчитываются выплаты по ОСАГО. Так, действующие в настоящее время (с 19.03.2022) справочники сформированы на основании стоимостной информации декабря 2021 – января 2022 г., однако скачки цен на запчасти найдут полное отражение в будущей версии справочников, что будет негативно сказываться на убыточности страховщиков ОСАГО.

При этом в 2021 г. убыточность по ОСАГО несколько выросла, составив 69,4% (за 2020 г.: 68,2%). Комбинированный коэффициент убыточности за I квартал 2022 г. был равен 93,7%,

ДИНАМИКА СРЕДНЕЙ ВЫПЛАТЫ ПО ОСАГО  
(Тыс. руб.)

Рис. 38



Источник: данные формы отчетности 0420162.

увеличившись на 1,3 п.п. к аналогичному периоду прошлого года. По итогам I квартала 2022 г. коэффициент выплат страховщиков ОСАГО вырос с 74,4 до 77,7%. Средняя выплата по ОСАГО также демонстрировала тенденцию к росту.

Предложенный Банком России новый порядок<sup>47</sup> формирования стоимостных справочников, используемых при определении страхового возмещения по ОСАГО, учитывающий цены аналогов при отсутствии оригинальных запчастей, будет способствовать смягчению шока от дефицита оригинальных запчастей и роста убыточности.

В целом же страховой рынок имеет достаточный запас капитала для покрытия рисков: принятые Банком России меры поддержки страхового сектора позволили страховым организациям обеспечить на конец марта нормативное соотношение собственных средств и принятых обязательств на уровне 1,64, а значение совокупного объема собственных средств – на уровне 465 млрд рублей.

<sup>47</sup> Проект указания Банка России «О внесении изменений в пункт 6.2 Положения Банка России от 04.03.2021 № 755-П «О единой методике определения размера расходов на восстановительный ремонт в отношении поврежденного транспортного средства».



## ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ

Рисунок 1. Карта рисков для финансовой стабильности.....	8
Рисунок 2. Доля России и Украины в глобальном экспорте сырья.....	10
Рисунок 3. Изменение среднемесячных цен на сырьевые товары.....	10
Рисунок 4. Изменение доходностей гособлигаций на срок 10 лет с начала 2022 года.....	12
Рисунок 5. Средняя штрафная ставка НКЦ за перенос позиций по доллару США и евро и суммарная позиция (обязательства) участников рынка валютных свопов.....	15
Рисунок 6. Объем неисполненных сделок в 2022 году.....	16
Рисунок 7. Объем торгов юанем на российском биржевом рынке спот.....	17
Рисунок 8. Объем торгов юанем на внебиржевом рынке спот.....	18
Рисунок 9. Нетто-продажа (+)/покупка (-) юаней за рубли физическими лицами на биржевом рынке спот.....	18
Рисунок 10. Нетто-покупка (+)/продажа (-) иностранной валюты физическими лицами и валютный курс.....	19
Рисунок 11. Нетто-покупка (+)/продажа (-) безналичной иностранной валюты населением на внебиржевом рынке (рассчитано методом скользящего окна за последние 30 дней).....	19
Рисунок 12. Нетто-покупка (+)/продажа (-) наличной иностранной валюты населением на внебиржевом рынке (рассчитано методом скользящего окна за последние 30 дней).....	19
Рисунок 13. Нетто-покупка (+)/(продажа (-) иностранной валюты населением на биржевом рынке (рассчитано методом скользящего окна за последние 30 дней).....	19
Рисунок 14. Нетто-покупка (+)/продажа (-) иностранной валюты населением в крупнейших банках за период 11.04 – 08.05 в 2018 – 2022 годах.....	19
Рисунок 15. Нетто-покупка (+)/продажа (-) иностранной валюты населением на Московской Бирже за период 11.04 – 08.05 в 2018 – 2022 годах.....	19
Рисунок 16. Динамика объема ОФЗ у нерезидентов и их доля на рынке.....	23
Рисунок 17. Объем торгов на вторичном биржевом рынке ОФЗ и динамика доходностей.....	23
Рисунок 18. Объем торгов корпоративными облигациями на вторичном и первичном биржевых рынках.....	24
Рисунок 19. Объем торгов на вторичном биржевом рынке акций и динамика индекса МосБиржи.....	24
Рисунок 20. Нетто-покупки/продажи участниками на вторичных биржевых торгах акций и доля физических лиц в объеме торгов.....	24
Рисунок 21. Притоки средств физических лиц по типам активов.....	25
Рисунок 22. Объемы покупок физическими лицами акций на Московской Бирже и СПБ бирже.....	26
Рисунок 23. Приток/отток средств из ПИФ.....	27
Рисунок 24. Задолженность кредитных организаций перед Банком России по операциям репо и увеличение объема наличных денег в обращении.....	28
Рисунок 25. Динамика ставок депозитного рынка.....	30
Рисунок 26. Величина процентного гэпа портфеля банковского сектора по операциям в рублях (базовая оценка, без поведенческих и прочих корректировок).....	30
Рисунок 27. Объем открытых позиций по операциям «процентный своп» в рублях.....	32
Рисунок 28. Позиция участников рынка по процентным свопам в рублях в зависимости от ставки, по которой осуществляется выплата (фиксированная/плавающая).....	32

Рисунок 29. Новые сделки по процентным свопам в зависимости от ставки, по которой осуществляется выплата (фиксированная/плавающая).....	32
Рисунок 30. Агрегированные показатели долговой нагрузки для нефтегазовой отрасли, отрасли металлургии и горной добычи, отрасли удобрений за 2020–2021 годы.....	37
Рисунок 31. Объем ввода жилой недвижимости в России .....	38
Рисунок 32. Долговая нагрузка домохозяйств.....	43
Рисунок 33. Распределение задолженности по ипотечным кредитам по ДДУ по уровню LTV .....	43
Рисунок 34. Распределение задолженности по ипотечным кредитам не по ДДУ по уровню LTV.....	43
Рисунок 35. Динамика коэффициента выхода в первую просрочку по необеспеченным кредитам физических лиц .....	44
Рисунок 36. Доля реструктурированной задолженности .....	45
Рисунок 37. Структура премий, переданных в перестрахование, в 2021 году.....	46
Рисунок 38. Динамика средней выплаты по ОСАГО .....	47

## ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ

Таблица 1. Темпы прироста мирового ВВП, прогноз МВФ.....	10
Таблица 2. Динамика российского валютного рынка в эпизоды повышенной волатильности .....	14
Таблица 3. Меры валютного контроля .....	16
Таблица 4. Объем нетто-продаж (+)/покупок (-) иностранной валюты физическими лицами в периоды повышенной волатильности.....	20
Таблица 5. Динамика показателей российского финансового рынка в эпизоды повышенной волатильности.....	21
Таблица 6. Индекс цен на первичном и вторичном рынках жилья России .....	37
Таблица 7. Лимиты на выдачу льготных кредитов системообразующим организациям.....	40