



Банк России



II – III кварталы
2020 года

ОБЗОР ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

Информационно-аналитический материал

Москва
2020

СОДЕРЖАНИЕ

Резюме	2
1. Риски глобальной экономики и мировых финансовых рынков	8
Врезка 1. Санкционная риторика в отношении России	11
Врезка 2. Основные меры зарубежных регуляторов и их эффективность	14
2. Финансовый и реальный секторы в условиях COVID-19	19
2.1. Ситуация на российском долговом рынке	20
Врезка 3. Государственный долг в России и других СФР	23
2.2. Ситуация с рублевой и валютной ликвидностью на российском рынке	24
2.3. Корпоративные кредитные риски	28
Врезка 4. Долговая нагрузка корпоративного сектора	31
Врезка 5. Ситуация на мировом нефтяном рынке и ее влияние на добычу в России	34
2.4. Риски розничного кредитования	40
2.5. Риски некредитных финансовых организаций в условиях пандемии	44
3. Потенциальные новые уязвимости финансового сектора в среднесрочном и долгосрочном периоде	49
3.1. Риски бума на рынке недвижимости	49
Врезка 6. Кризисы на рынках недвижимости в Испании и Ирландии	55
3.2. Риски, связанные с перетоком сбережений из депозитов на фондовый рынок	57
Врезка 7. Структура финансовых вложений населения в других странах	63
3.3. Процентные риски банковского сектора	64
Врезка 8. Риски и выгоды распространения плавающих процентных ставок. Международный опыт	67
3.4. Климатические риски	71
Приложения	75
Приложение 1. Развитие международных подходов к оценке климатических рисков	75
Приложение 2. Меры Правительства Российской Федерации и Банка России в части содействия внедрению и финансированию целей устойчивого развития	82
Перечень рисунков	85
Перечень таблиц	87

Материал подготовлен Департаментом финансовой стабильности Банка России.

В обзоре статистические и расчетные данные приведены по состоянию на 1 октября 2020 года.

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

Замечания, комментарии и предложения, касающиеся структуры и содержания обзора, можно направлять по адресу reports@cbr.ru.

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

© Центральный банк Российской Федерации, 2020

РЕЗЮМЕ

Мировая экономика находится в состоянии высокой неопределенности из-за новых локдаунов, однако правительства, центральные банки и бизнес уже накопили определенный опыт относительно порядка действий в условиях пандемии. Что касается экономики, то III квартал в России и других странах показал возможности для быстрого восстановления при снижении эпидемической угрозы. Финансовая система продемонстрировала достаточно высокую степень устойчивости, действия регуляторов позволили быстро купировать проблемы ликвидности на рынках. В последующем на первый план все в большей степени будут выходить риски, связанные с платежеспособностью корпоративного сектора. Стресс-тесты Банка России показывают, что буферов капитала достаточно для поглощения убытков.

Внешние риски

В развитии глобального кризиса из-за пандемии COVID-19 к настоящему моменту можно выделить четыре фазы. В ходе первой фазы (в марте-апреле) наблюдалось резкое падение рынков на фоне локдаунов. Регуляторы по всему миру реализовали беспрецедентные меры поддержки, чтобы ограничить тяжесть последствий для рынков и экономики. Вслед за этим к маю-июню на рынках наблюдалась стабилизация (вторая фаза). Летом постепенное снятие ограничений из-за COVID-19 способствовало быстрому восстановлению экономической активности. Однако с середины августа позитивная динамика замедлилась вследствие усиления двух видов рисков – эпидемических и геополитических (третья фаза). В отдельных странах с формирующимися рынками (СФР), в частности в Турции и Бразилии, повысилась рыночная волатильность из-за идиосинкратических факторов. На текущей четвертой фазе существенное ухудшение эпидемической ситуации и повторное введение ограничительных мер привело к возобновлению негативных тенденций на глобальных рынках, в том числе на рынке нефти. Неопределенность относительно перспектив восстановления глобального роста возросла. Ситуация останется неопределенной, пока эпидемические риски не сойдут на нет, например в результате массовой вакцинации от COVID-19. Дополнительными факторами волатильности рынков являлись выборы в США, Brexit и другие геополитические риски.

В будущем некоторые страны могут столкнуться с проблемами выпуска и обслуживания суверенного долга. Если потребуются дополнительные меры поддержки экономики в ответ на обострение пандемии, риски в части суверенного долга¹ могут реализоваться в широком круге стран – не только в СФР, традиционно имеющих ограниченные возможности для маневра, но и в отдельных развитых странах, которые и ранее сталкивались с проблемой устойчивости государственных финансов. Использование некоторыми центральными банками СФР программ покупки государственных облигаций помогло частично стабилизировать рынки. Однако в случае сохранения такой политики на длительный период у участников рынка могут возникнуть сомнения относительно следования центральными банками заявленным целям и их подверженности фискальному давлению, что, напротив, усилит рыночную волатильность и приведет к проинфляционным рискам. Поэтому покупка активов центральными банками СФР должна использоваться с осторожностью как крайняя мера. Побочным эффектом проводящейся сейчас в ведущих странах стимулирующей денежно-кредитной политики могут стать «пузыри» на самых разных сегментах финансового рынка, формирующиеся на фоне рекордно низких процентных ставок.

¹ Кредитные рейтинговые агентства с начала лета снизили суверенные рейтинги Великобритании, Канады, Турции, Чили.

Финансовый и реальный секторы в условиях COVID-19

Российский долговой рынок

Пик волатильности в условиях первого этапа развития эпидемии в России (острой фазы COVID-19) на рынке ОФЗ был достигнут в марте и завершился в апреле 2020 г. во многом благодаря своевременно реализованным мерам. В отличие от ряда других центральных банков, осуществлявших прямую покупку государственных ценных бумаг на вторичном рынке, Банк России стабилизировал рынок без вмешательства в рыночное ценообразование за счет предоставления участникам возможности не переоценивать ценные бумаги. Это позволило им осуществлять покупки облигаций без риска их последующего обесценения. Благодаря этому в марте на рынке ОФЗ спрос локальных участников полностью компенсировал нетто-продажи бумаг со стороны нерезидентов (294 млрд руб. за период с 27 февраля по 1 апреля 2020 г.).

На втором этапе (II квартал 2020 г.) конъюнктура рынка ОФЗ нормализовалась: иностранные инвесторы не осуществляли значимых продаж ОФЗ, а также не предъявляли существенного спроса на первичном рынке, занимая выжидательную позицию. В целом объем их вложений за II–III кварталы вырос на 93 млрд руб., а доходности ОФЗ в среднем снизились на 134 базисных пункта.

Значимыми факторами на рынке государственных облигаций на третьем этапе (III квартал 2020 г.) стали усиление геополитических рисков, а также наращивание Минфином России размещения ОФЗ на первичном рынке. На фоне роста дефицита бюджета в условиях пандемии Минфин России пересмотрел в сторону увеличения планы по заимствованиям (с 1,7 до 4,5 трлн руб. в 2020 г.) и изменил структуру инструментов в пользу ОФЗ с плавающим купоном, доля которых почти достигла 50% от выпущенного с начала года объема ОФЗ. Наращивание российскими банками вложений в ОФЗ с плавающим купоном дает им больше гибкости в управлении риском ликвидности и процентным риском. Объем вложений нерезидентов в ОФЗ почти не изменился и находился на одном уровне за отчетный период (около 2940 млрд руб.), а доля вложений нерезидентов в ОФЗ снижалась из-за того, что основной объем нового долга покупали локальные участники. Снижение доли нерезидентов и повышение роли локальных участников в финансировании дефицита бюджета повышает устойчивость рынка ОФЗ к возможным рискам в случае оттока капитала с формирующихся рынков. Несмотря на планируемый рост российского государственного долга в среднесрочном периоде, он останется на низком уровне относительно ВВП (20,8% ВВП в 2022 г., по оценке Минфина России), что означает сохранение фискальной устойчивости российской экономики.

Рублевая и валютная ликвидность

В условиях повышенной неопределенности на первом этапе эпидемии банковский сектор столкнулся с ростом спроса граждан на наличность и снижением срочности привлеченных средств. Это отразилось в ухудшении динамики норматива краткосрочной ликвидности (НКЛ). В целях поддержки банковского сектора Банк России временно расширил количество случаев, допускающих использование высоколиквидных активов в рамках действующего гибкого режима соблюдения НКЛ, а также смягчил условия предоставления безотзывных кредитных линий (БКЛ). Кроме того, в условиях роста доли краткосрочных пассивов у банков Банк России в II квартале запустил аукционы репо на сроки 1 месяц и 1 год, однако они не были востребованы банковским сектором. Спрос на них возник только у нескольких кредитных организаций, когда из-за календарных эффектов бюджетной политики существенно снизился структурный профицит ликвидности. При этом такое снижение проходило неравномерно.

Уже на втором этапе развития эпидемии ситуация с рублевой ликвидностью в банковском секторе в целом нормализовалась с точки зрения уплаты маржинальных взносов и выполнения нормативов. В результате активных покупок банками ОФЗ стали формироваться условия для дальнейшего роста высоколиквидных активов (ВЛА). С учетом этого Банк России принял

решение не продлевать период расширенной гибкости режима соблюдения НКЛ и стимулировать системно значимые кредитные организации (СЗКО) соблюдать НКЛ с помощью рыночных инструментов. В целях сглаживания неравномерного распределения ликвидности, в том числе на фоне роста государственных заимствований, Банк России в октябре и ноябре провел аукционы репо на сроки 1 месяц и 1 год.

Ситуация с валютной ликвидностью на российском рынке на протяжении всех этапов развития эпидемии в 2020 г. оставалась спокойной. В период повышенной волатильности Банк России расширил лимит по инструменту «валютный своп», но он не был востребован участниками рынка. Во многом это было связано с тем, что к началу пандемии банки накопили избыточный запас валютной ликвидности. В последующий период в условиях низких ставок на внешних рынках произошла нормализация объема ликвидных валютных активов. Кросс-валютный спред по рублю в летние месяцы и сентябре 2020 г. не расширялся более чем на 50 б.п., что соответствует уровням 2019 года. По результатам опроса, проведенного Банком России среди крупнейших кредитных организаций, банки имеют достаточно валютной ликвидности для покрытия ожидаемого погашения обязательств в иностранной валюте на горизонте ближайшего года.

Динамика кредитования реального сектора

В отличие от кризисов предыдущих лет в период пандемии удалось избежать сокращения корпоративного кредитования. В результате пандемии компании столкнулись с разрушением производственных цепочек и снижением спроса на товары и услуги. Это привело к сокращению операционных денежных потоков и возникновению кассовых разрывов, в связи с чем у компаний возросла потребность в заемных средствах на пополнение оборотных средств, заработную плату работникам и прочие нужды. Задолженность юридических лиц по кредитам в II–III кварталах 2020 г. увеличилась на 11,7% в годовом выражении. Поддержку компаниям оказали государственные меры поддержки (за II–III кварталы было предоставлено кредитов на 580 млрд руб.), программа Банка России по рефинансированию кредитов малым и средним предприятиям (МСП) (задолженность по рефинансированным кредитам – 449 млрд руб. на 27 октября 2020 г.), переход к мягкой денежно-кредитной политике (снижение ключевой ставки с 6 до 4,25%), регуляторные послабления.

Население, в отличие от компаний, в начале пандемии сократило спрос на кредитование. По необеспеченным потребительским кредитам количество заявок на получение кредита в II квартале снизилось на 14% по сравнению с I кварталом 2020 г., но в III квартале наблюдалось частичное восстановление спроса. Ипотечное кредитование оказалось менее подвержено шокам пандемии, в том числе благодаря своевременному запуску государственной программы по субсидированию процентной ставки до 6,5%. Уже в III квартале 2020 г. ипотека стала локомотивом роста розничного кредитования, чему также способствовал переход Банка России к мягкой денежно-кредитной политике. Рост розничного кредитования за II–III кварталы 2020 г. составил 12,6% в годовом выражении. Поддержке кредитования также способствовали контрциклические макропруденциальные меры по роспуску накопленных буферов капитала и снижению макропруденциальных требований к капиталу по вновь выданным кредитам.

Кредитные риски банковского сектора

В начале пандемии Банк России рекомендовал банкам реструктурировать кредиты компаниям и гражданам, пострадавшим в результате пандемии, чтобы помочь заемщикам пройти острую фазу кризиса. Были также приняты меры, позволяющие банкам временно не увеличивать резервы по таким ссудам. Это позволило, с одной стороны, отложить признание банками потерь по кредитам и дать заемщикам возможность постепенно восстановить свое финансовое положение, а с другой стороны, эта мера снизила проциклическость в кредитовании. Доля

проблемных и безнадежных ссуд с начала пандемии (1 марта) снизилась на 0,1 п.п., до 9,3%. Но одновременно наблюдался рост реструктурированных кредитов, совокупный объем которых составил 6,6 трлн руб. на 1 октября 2020 года. Наибольший объем реструктуризаций (более 5 трлн руб.) сосредоточен в сегменте кредитования крупных компаний.

Банк России продлил действие послаблений по резервам до 1 апреля 2021 г. по кредитам крупным компаниям и до 1 июля 2021 г. по кредитам МСП и населению. По мере окончания программ реструктуризаций можно ожидать роста доли «плохих» кредитов, масштаб которого будет во многом зависеть от способности крупных компаний восстановить свое финансовое положение. В целом на текущей фазе кризиса можно ожидать активной реализации кредитных рисков. Важно, чтобы признание потерь по невозвратным кредитам не откладывалось на длительный срок, так как это может приводить к появлению «зомби-заемщиков» и препятствовать кредитованию эффективных компаний.

В результате пандемии произошел рост долговой нагрузки корпоративного сектора (в абсолютном выражении – на 14%, относительно ВВП – на 9,3 п.п. с начала года) как за счет падения прибыли предприятий, так и за счет переоценки валютной составляющей долга из-за ослабления рубля. Это повышает риски несвоевременного обслуживания долга компаниями. Наибольшие трудности с восстановлением финансового положения будут испытывать компании, занимающиеся авиаперевозками, торговой и офисной недвижимостью, туризмом, гостиничным бизнесом и общественным питанием. В условиях роста долговой нагрузки авиаперевозчиков и увеличения расходов на меры, связанные с эпидемической безопасностью, отрасли может быть необходима дальнейшая государственная помощь для поддержания устойчивого финансового состояния. Такие отрасли, как туризм, гостиничный бизнес и общественное питание, не создают значимых рисков для банковской системы за счет их небольшой доли в общем корпоративном портфеле (1,1%). Негативное влияние пандемия оказала на нефтегазовые компании, которые столкнулись со снижением выручки из-за падения цен на нефть и вынужденного сокращения добычи нефти в рамках сделки ОПЕК+, однако большинство компаний отрасли сохраняют умеренную долговую нагрузку и устойчивое финансовое положение.

Российский банковский сектор сейчас более устойчив к реализации кредитных рисков, чем в 2008–2009 и 2014–2015 гг., за счет как изначально более высокого качества кредитного портфеля, так и существенных накопленных буферов капитала (в целом 6,5 трлн руб. с учетом макропруденциального запаса капитала в размере 0,6 трлн руб.). Буферов капитала будет достаточно для того, чтобы признавать потери по кредитам и продолжать кредитовать экономику.

Некредитные финансовые организации

Влияние пандемии на положение страховых компаний, негосударственных пенсионных фондов (НПФ) и брокеров носит ограниченный характер. Существенным риском для некредитных финансовых организаций выступает рыночный риск, реализация которого возможна при повторении периодов повышенной рыночной волатильности. Угроза реализации кредитного риска для некредитных финансовых организаций (НФО) не носит системного характера ввиду поддержания кредитного качества активов на достаточно высоком уровне. В то же время на фоне снижающихся процентных ставок для страховщиков жизни и НПФ, чьи обязательства носят долгосрочный характер, возрастает риск реинвестирования будущих денежных потоков под более низкие процентные ставки. Обратный эффект низкие процентные ставки оказали на рынок брокерских услуг. С начала 2020 г. наблюдалось увеличение притока новых клиентов, предпочитающих более высокую доходность альтернативных финансовых инструментов в сравнении с текущими ставками депозитов. Объем клиентских средств у брокеров – некредитных финансовых организаций с начала года увеличился на 20%, до 6,2 трлн рублей.

Лизинг оказался в числе наиболее пострадавших из-за пандемии секторов, что обусловлено его клиентской базой (авиакомпаниями, пассажиро- и грузоперевозки, субъекты МСП).

На этом фоне выросла доля реструктурированных лизинговых договоров. Значительного ухудшения финансового состояния крупных участников рынка не наблюдалось, однако ситуацию с уровнем «плохих» активов сложно точно оценить в связи с сохраняющейся непрозрачностью сектора.

Потенциальные новые уязвимости в среднесрочном и долгосрочном периоде

Риски перегрева на рынке жилой недвижимости

Значительные темпы роста цен на первичном рынке жилой недвижимости в начале пандемии были обусловлены повышенным спросом граждан на недвижимость на фоне рыночной волатильности, а в последующем – реализацией государственной программы льготного ипотечного кредитования. Развитие ипотеки обладает большим потенциалом (учитывая, что менее 6% населения в России имеют ипотечные кредиты), увеличению ее доступности способствует снижение процентных ставок. Однако если рост ипотеки не будет поддержан увеличением предложения от застройщиков, то результатом может стать рост цен на недвижимость, снижение доступности жилья и повышение закредитованности граждан. По этой причине Банк России поддерживает ограниченный срок действия государственной программы субсидирования процентной ставки по ипотеке. Регулирование Банка России способствует ограничению рисков закредитованности граждан по ипотеке (установлены повышенные коэффициенты риска по кредитам с высоким показателем долговой нагрузки (ПДН) и макропруденциальные надбавки по кредитам с низким первоначальным взносом).

Риски, связанные с перетоком сбережений из депозитов на фондовый рынок

В последние годы граждане стали все более активно инвестировать свои накопления в инструменты фондового рынка, за девять месяцев 2020 г. рост вложений физических лиц в акции и облигации превысил рост банковских вкладов граждан. Изменение сберегательной модели поведения населения в условиях снижения процентных ставок – естественный процесс, который может стать драйвером развития рынка ценных бумаг. Тем не менее необходимо учитывать возможные риски, связанные как с таким перетоком, так и с его скоростью.

Во-первых, многие продукты фондового рынка являются новыми для клиентов, и необходимо контролировать риски мисселинга. Банк России следит за возможными рисками и проводит консультации с рынком по снижению рисков, связанных с вложениями различных категорий инвесторов, прежде всего непрофессиональных участников, в сложные продукты. Во-вторых, если существенная часть вложений направляется в инструменты иностранного фондового рынка, то аналогично вложениям в наличную иностранную валюту данный процесс, по сути, отражает отток средств из российской экономики и несет соответствующие риски. В настоящее время такие вложения не имеют масштабного характера и по объему не превышают снижения валютных вкладов, поэтому, скорее всего, они связаны с перераспределением валютных активов физических лиц в пользу более доходных инструментов. В 2019–2020 гг. 71% средств, инвестируемых населением в облигации, пришлось на облигации российских эмитентов. В-третьих, рост участия граждан повышает системную значимость фондового рынка и в целом некредитных финансовых организаций. При этом происходят одновременно два эффекта: с одной стороны, конъюнктура фондового рынка становится существенным фактором для благосостояния граждан, с другой стороны, участие розничных инвесторов может усиливать волатильность фондового рынка. Для Банка России это обуславливает необходимость большего акцента на мониторинге данных рисков, в будущем могут понадобиться дополнительные инструменты для их купирования.

Усиление процентного риска в банковском секторе

В последние годы банки, стремясь сохранить уровень чистых процентных доходов (ЧПД) на фоне снижения процентных ставок, увеличивали долю краткосрочных привлеченных средств. Такая стратегия способствует сохранению ЧПД на стабильном уровне, однако в долгосрочном периоде, в условиях повышения доли ипотеки и других долгосрочных активов, она увеличивает уязвимость банков к процентному риску. В случае роста в будущем рыночных ставок банки могут столкнуться со значительным уменьшением ЧПД.

Одним из инструментов управления процентным риском для банков является кредитование по плавающим процентным ставкам. Текущий рост вложений банков в ОФЗ с переменным купоном и повышение доли корпоративного кредитования по плавающим ставкам способствуют снижению подверженности банков процентному риску. Однако важно, чтобы в этом случае процентный риск не оказывал слишком сильного влияния на финансовое положение заемщиков. Розничные кредиты с плавающими ставками в России пока не распространены, поскольку для многих граждан они несли бы слишком высокие риски. И в розничном, и в корпоративном кредитовании ключевое значение имеет корректная оценка платежеспособности заемщиков, чтобы процентный риск банков не трансформировался в кредитный риск. В случае распространения на рынке кредитов с плавающими ставками для розничных заемщиков Банк России разработает подходы по учету в методике расчета ПДН особенностей кредитов с плавающими процентными ставками.

Климатические риски

Климатические риски и реализуемые странами меры по их ограничению могут оказать значительное влияние на реальный сектор и, в свою очередь, на устойчивость финансовых институтов. Запланированное в 2022 г. введение углеродного налога на импорт в странах Европейского союза (ЕС) в рамках «Европейского зеленого курса» может затронуть почти 42% российского экспорта, в первую очередь нефтегазовой и горнодобывающей отраслей. Для снижения подверженности климатическим рискам необходимы активные меры со стороны частного и государственного секторов.

1. РИСКИ ГЛОБАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ И МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Летом 2020 г. наблюдалось постепенное восстановление глобальной экономической активности по мере снятия ограничительных мер. Однако осенью эпидемическая ситуация стала ухудшаться, отдельные страны ввели повторные локдауны. Негативные тенденции на рынках пока умеренны, что может быть следствием мер, принятых регуляторами весной этого года. Нельзя исключать того, что усиление пандемии приведет к более существенным последствиям, при этом могут возникнуть новые уязвимости. Ситуация в ряде стран может усугубиться по мере роста числа неплатежеспособных заемщиков и дефолтов. Определенные опасения связаны с политикой регуляторов: риски могут возникнуть как из-за исчерпания потенциала для дальнейшей поддержки экономики и рынков, так и в результате побочных эффектов в виде чрезмерного увеличения государственного долга на фоне значительных бюджетных стимулов и образования новых «пузырей» на рынках в условиях сверхмягкой денежно-кредитной политики ведущих центральных банков.

В результате кризиса, связанного с распространением коронавирусной инфекции, в 2020 г. прогнозируется спад в мировой экономике. Согласно базовому прогнозу Международного валютного фонда (МВФ) на октябрь 2020 г.¹, мировой ВВП снизится на 4,4% по итогам 2020 г. после роста на 2,8% в 2019 г., что станет самым значительным падением со времени Великой депрессии. При этом ВВП развитых стран сократится на 5,8% (против роста на 1,7%

ТЕМПЫ ПРИРОСТА ВВП, ПРОГНОЗ МВФ НА ОКТЯБРЬ 2020 ГОДА

Табл. 1

	2019 г. (%)	Прогноз на октябрь 2020 г. (%)		Разница с прогнозом на апрель 2020 г. (п.п.)	
		2020 г.	2021 г.	2020 г.	2021 г.
Темпы прироста мирового ВВП	2,8	-4,4	5,2	-1,1	-0,5
Развитые страны	1,7	-5,8	3,9	0,3	-0,6
США	2,2	-4,3	3,1	1,6	-1,6
Соединенное Королевство	1,5	-9,8	5,9	-3,3	1,9
Евросоюз	1,3	-8,3	5,2	-0,8	0,5
Германия	0,6	-6,0	4,2	1,0	-1,0
Италия	0,3	-10,6	5,2	-1,5	0,4
Испания	2,0	-12,8	7,2	-4,8	2,9
Япония	0,7	-5,3	2,3	-0,1	-0,7
СФР и развивающиеся страны	3,7	-3,3	6,0	-2,1	-0,5
Китай	6,1	1,9	8,2	0,7	-1,0
Индия	4,2	-10,3	8,8	-12,2	1,4
Россия	1,3	-4,1	2,8	1,4	-0,7
Бразилия	1,1	-5,8	2,8	-0,5	-0,1
ЮАР	0,2	-8,0	3,0	-2,2	-1,0
Мексика	-0,3	-9,0	3,5	-2,4	0,5
Темпы прироста мировой торговли товарами и услугами	1,0	-10,4	8,3	0,6	-0,1
Импорт					
Развитые страны	1,7	-11,5	7,3	0,0	-0,2
СФР и развивающиеся страны	-0,6	-9,4	11,0	-1,2	1,9
Экспорт					
Развитые страны	1,3	-11,6	7,0	1,2	-0,4
СФР и развивающиеся страны	0,9	-7,7	9,5	1,9	-1,5

Источник: МВФ.

¹ Прогноз не учитывал реализацию новых локдаунов осенью.

ИНДЕКСЫ ДЕЛОВОЙ АКТИВНОСТИ PMI MARKIT

Табл. 2

	Апрель	Май	Август	Сентябрь	Октябрь	Апрель	Май	Август	Сентябрь	Октябрь	Апрель	Май	Август	Сентябрь	Октябрь
	Производственный сектор					Сфера услуг					Композитный индекс				
Мир	39,6	42,4	51,8	52,4	53,0	23,7	35,2	52,0	52,0	52,9	26,2	36,3	52,5	52,5	53,3
США	36,1	39,8	53,1	53,2	53,4	26,7	37,5	55,0	54,6	56,9	27,0	37,0	54,6	54,3	56,3
Великобритания	32,6	40,7	55,2	54,1	53,7	13,4	29,0	58,8	56,1	51,4	13,8	30,0	59,1	56,5	52,1
Еврозона	33,4	39,4	51,7	53,7	54,8	12,0	30,5	50,5	48,0	46,9	13,6	31,9	51,9	50,4	50,0
Германия	34,5	36,6	52,2	56,4	58,2	16,2	32,6	52,5	50,6	49,5	17,4	32,3	54,4	54,7	55,0
Франция	31,5	40,6	49,8	51,2	51,3	10,2	31,1	51,5	47,5	46,5	11,1	32,1	51,6	48,5	47,5
Италия	31,1	45,4	53,1	53,2	53,8	10,8	28,9	47,1	48,8	46,7	10,9	33,9	49,5	50,4	49,2
Испания	30,8	38,3	49,9	50,8	52,5	7,1	27,9	47,7	42,4	41,4	9,2	29,2	48,4	44,3	44,1
Япония	41,9	38,4	47,2	47,7	48,7	21,5	26,5	45,0	46,9	47,7	25,8	27,8	45,2	46,6	48,0
Австралия	44,1	44,0	53,6	55,4	54,2	19,5	26,9	49,0	50,8	53,7	21,7	28,1	49,4	51,1	53,5
Китай	49,4	50,7	53,1	53,0	53,6	44,4	55,0	54,0	54,8	56,8	47,6	54,5	55,1	54,5	55,7
Россия	31,3	36,2	51,1	48,9	46,9	12,2	35,9	58,2	53,7	46,9	13,9	35,0	57,3	53,7	47,1
Индия	27,4	30,8	52,0	56,8	58,9	5,4	12,6	41,8	49,8	54,1	7,2	14,8	46,0	54,6	58,0
Бразилия	36,0	38,3	64,7	64,9	66,7	27,4	27,6	49,5	50,4	52,3	26,5	28,1	53,9	53,6	55,9

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

в 2019 г.), ВВП стран с формирующимися рынками и развивающихся стран – на 3,3% (против роста на 3,7% в 2019 г.) (табл. 1).

Экономический спад в ведущих государствах достиг низшей точки в II квартале 2020 г.: снижение ВВП в США составило 31,4% кв/кв в аннуализированном выражении, в еврозоне – 11,8% кв/кв. Однако по мере снятия ограничительных мер экономическая активность начала восстанавливаться. Глобальный индекс деловой активности PMI Markit в сфере услуг в октябре увеличился до 52,9 пункта (23,7 пункта в апреле 2020 г.), в производственном секторе – до 53,0 пункта (39,6 пункта в апреле 2020 г.) (табл. 2). В 2021 г. глобальный рост экономики, как ожидает МВФ, вернется к положительной траектории и составит 5,2%.

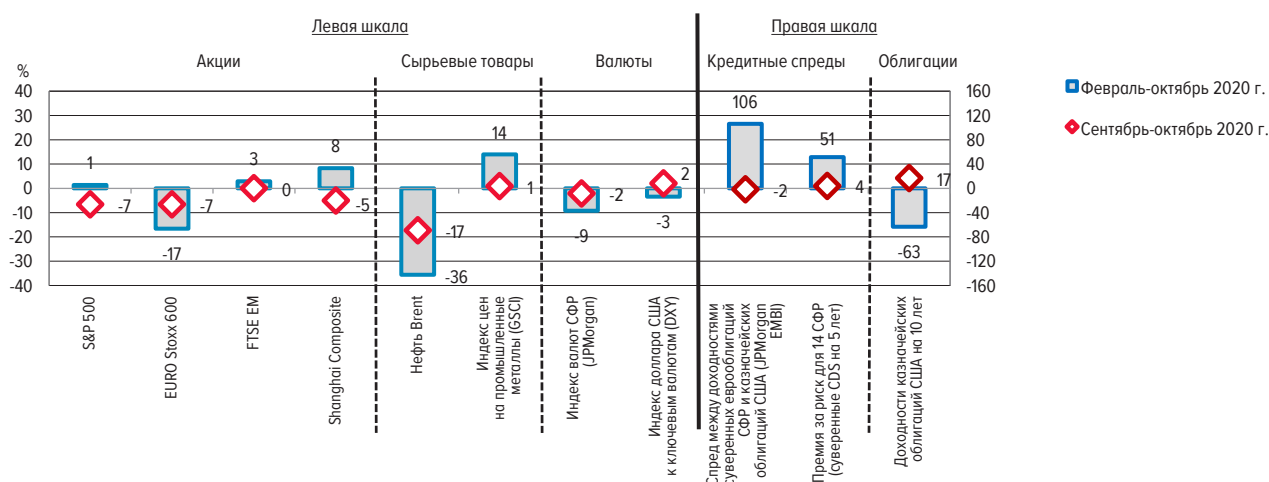
Вместе с тем процесс восстановления сдерживается рядом факторов. Во-первых, осенью мир снова столкнулся с ростом заболеваемости COVID-19. Возобновление мер социального дистанцирования и других ограничительных мер² может вызвать очередное падение деловой активности. На фоне второй волны COVID-19 в еврозоне деловая активность в сфере услуг снова начала снижаться (показатель PMI в октябре сократился до 46,9 пункта). Во-вторых, население сохраняет сдержанное поведение в сфере потребления как по причине сохранения рисков пандемии (многие люди опасаются потери работы), так и в ситуации повышенного уровня безработицы. В-третьих, высокая неопределенность сдерживает инвестиции. Пандемия вызвала необходимость структурных изменений в различных отраслях. Компаниям потребуется время, чтобы адаптировать свои бизнес-процессы к новым условиям, наладить логистические и производственные цепочки. В ряде отраслей восстановление может занять длительное время, и некоторые заемщики могут оказаться неплатежеспособными.

Ситуация на глобальных финансовых рынках после падения в марте-апреле быстро восстановилась уже к маю-июню, что было в первую очередь связано с системными действиями правительств и центральных банков (см. врезку 2 «Основные меры зарубежных регуляторов и их эффективность»). Котировки на рынке акций США выросли до новых максимальных уровней в августе преимущественно за счет технологического сектора, который не только не пострадал, но и выиграл в период пандемии. Вместе с тем в сентябре ситуация на рынках начала корректироваться из-за ухудшения эпидемической ситуации (рис. 1). В сентябре-октябре индекс акций США S&P 500 снизился на 7%, индекс Eurostoxx 600 в еврозоне – на 7%. Цены

² По состоянию на 23 ноября в Израиле, Ирландии, Чехии, Франции, Австрии, Великобритании, Италии, Иране объявлен локдаун, в Португалии, Испании, Турции – частичный локдаун, в Германии – строгие ограничения, в Швеции, отказавшейся от жестких ограничений в первую волну, объявлен ряд ограничительных мер.

ИЗМЕНЕНИЕ КЛЮЧЕВЫХ ИНДИКАТОРОВ ГЛОБАЛЬНОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА
(ЕД.)

Рис. 1



Источники: Bloomberg, Thomson Reuters.

СРАВНЕНИЕ СИТУАЦИИ В СФР

Табл. 3

Страна	Изменение показателей в августе-октябре 2020 г.					Значения показателей	
	Курс национальной валюты к доллару США	Фондовый индекс	Доходности 10-летних гособлигаций	Спред по суверенным CDS на срок 5 лет	Ранг (1 – хуже всех, 15 – лучше всех)	Доходности 10-летних гособлигаций	Спред по суверенным CDS на срок 5 лет
	%	%	б.п.	б.п.		%	б.п.
Турция	-16,4	-1,3	140	-1	1	14,10	552
Бразилия	-9,1	-8,7	133	0	2	7,61	215
Россия	-6,6	-7,6	26	1	3	6,19	106
Чили	-2,1	-11,9	38	-13	4	2,79	58
Польша	-5,3	-12,6	-10	3	5	1,19	60
Венгрия	-7,1	-7,0	18	-11	6	2,33	63
Таиланд	0,3	-10,1	15	7	7	1,37	50
Малайзия	2,0	-8,5	0	-11	8	2,63	49
Колумбия	-3,4	0,2	2	-3	9	5,26	125
Китай	4,2	-2,6	22	-4	10	3,19	41
ЮАР	5,1	-7,2	7	-30	11	9,32	276
Мексика	5,2	-0,1	32	-15	12	6,05	127
Индонезия	-0,2	-0,4	-22	-17	13	6,61	99
Филиппины	1,3	6,7	23	-9	14	3,05	48
Индия	1,0	5,3	4	-28	15	5,88	87
14 СФР без России	-1,7	-4,2	29	-10		5,10	132

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

Пороги	Обменный курс национальной валюты к доллару США	Фондовый индекс	Доходности 10-летних гособлигаций	Спред по суверенным CDS на срок 5 лет
	%		б.п.	
Минимум	-15	-15	-100	-100
	0	0	0	0
Максимум	15	15	100	100

Источники: Bloomberg, Thomson Reuters.

на нефть в этот период также демонстрировали снижение (марка Brent подешевела на 17%). Давление на рынок нефти оказывает ухудшение перспектив восстановления мировой экономики и, соответственно, спроса на нефть. В этих условиях ОПЕК+ может принять решение отложить запланированное с 1 января 2021 г. снижение объемов сокращения добычи нефти с 7,7 до 5,8 млн баррелей в сутки. С одной стороны, это окажет поддержку нефтяным ценам, но с другой стороны, нефтяные компании не смогут увеличить объемы добычи.

Ситуация в СФР осенью также ухудшилась. Индекс валют СФР к доллару США (JPMorgan) в сентябре-октябре снизился на 2% и теперь на 9% ниже значений конца января (максимальное снижение на первой фазе пандемии составляло 12,5%). Страновые премии за риск в СФР возобновили рост: значение CDS на срок 5 лет в среднем для 14 СФР увеличилось на 4 б.п., до 132 б.п. на 30 октября (выше на 51 б.п., чем в конце января). Доходности государственных облигаций СФР демонстрируют некоторый рост еще с августа.

В отдельных СФР (Турция и Бразилия) с августа отмечаются более существенное ослабление национальных валют и рост доходностей государственных облигаций вследствие идиосинкратических факторов (табл. 3). В Турции – на фоне обеспокоенности инвесторов по поводу достаточности валютных резервов у центрального банка и обострения военной конфронтации между Турцией и Грецией. При этом давление на турецкую лиру повысилось по мере увеличения спекулятивных операций на офшорном рынке и ускорения оттока капитала. Центральный банк Турции был вынужден перейти к ужесточению денежно-кредитной политики и повысил ключевую ставку с 8,25 до 15,00%. Что касается Бразилии, инвесторы обеспокоены устойчивостью государственных финансов. В стране заметно увеличились государственные расходы на пролонгацию программ помощи населению в условиях пандемии. На российский финансовый рынок оказывает влияние не только общее ухудшение настроений на рынках из-за пандемии и локдаунов, но и снижение нефтяных цен, рост геополитической напряженности (см. врезку 1 «Санкционная риторика в отношении России»).

Кроме того, в августе-сентябре наблюдалось обострение напряженности в отношениях между США и Китаем (подписание президентом США Д. Трампом закона «Об автономии Гонконга», предусматривающего санкции против Китая; сообщения о возможности запрета китайских мобильных приложений WeChat и TikTok на территории США). Однако этот фактор не оказал существенного негативного влияния на настроения глобальных инвесторов. К текущему моменту риски в части возможного обострения отношений между США и Китаем снизились, но неопределенность сохраняется.

Врезка 1. Санкционная риторика в отношении России

Относительное затишье в части санкционных инициатив в начале II квартала 2020 г., предположительно вызванное необходимостью борьбы с эпидемией COVID-19, летом-осенью сменилось нарастающей активностью законодателей США и ЕС. Можно упомянуть следующие инициативы:

- июньскую публикацию доклада Республиканской партии США «Укрепление Америки и противодействие глобальным угрозам», в котором названы возможные санкции против российского госдолга, введение ограничительных мер против SWIFT, пока система не отключит российские банки, включение ВЭБ.РФ в SDN¹, а также [предложены санкции в отношении Китая и Ирана](#);
- июньское предложение представителей Демократической партии США внести поправки в действующий оборонный бюджет на 2020 г., запретив любые транзакции с предприятиями российского ОПК;
- анонсирование представителями Демократической партии в октябре законопроекта [«О защите выборов путем противодействия не подлежащим сомнению усилиям России»](#), также предусматривающего санкции против российского госдолга;
- предложение Германии в июле ввести санкции ЕС против лиц, якобы причастных к хакерской атаке на Бундестаг, с последующим их введением в октябре;
- введение санкций ЕС против руководства Республики Беларусь в связи с непризнанием Евро-союзом результатов президентских выборов.

В фокусе внимания законодателей США было также противодействие строительству «Северного потока – 2» (СП-2). О его неприемлемости для американских интересов заявила администрация Президента США в лице Государственного секретаря США М. Помпео. В частности, сообщалось о предложении отменить «дедушкину оговорку», освобождающую от санкций участников проекта, всту-

¹ Specially Designated Nationals List (SDN) – формируемый Управлением по контролю над иностранными активами (OFAC) Министерства финансов США специальный черный список лиц, где перечислены люди, организации, а также воздушные и морские суда, с которыми гражданам США и постоянным жителям страны запрещено заниматься бизнесом.

пивших в проект до 2 августа 2017 г. – даты принятия Закона о противодействии противникам США посредством санкций. В июне 2020 г. в Сенат и Палату представителей США были внесены две версии законопроекта об уточнении Закона о защите энергетической безопасности Европы² (принятого в 2019 г.), расширяющие санкции по СП-2, в частности против страховых компаний, участвующих в проекте. В октябре Государственный департамент США объявил о расширении санкций против компаний, оказывающих услуги по модернизации судов, участвующих в строительстве проектов «Турецкий поток» и «Северный поток – 2».

Стоит также отметить участвовавшие попытки законодателей США эксплуатировать тему химического оружия с использованием существующего правового механизма, предусмотренного законом «О контроле над химическим и биологическим оружием и запрете его военного использования»³, примененного ранее в связи с делом Скрипалей. Тема химического оружия была также использована в качестве повода для включения в августе 2020 г. нескольких научно-исследовательских центров Минобороны России, занимавшихся разработкой вакцины от COVID-19, в черный список Бюро по вопросам промышленности Министерства торговли.

Схожая с США позиция стран – членов ЕС проявилась в принятии в сентябре 2020 г. резолюции Европарламента, требующей в связи с делом Навального ужесточить санкции против России, в результате чего 15 октября 2020 г. шесть российских физических лиц и одно юридическое лицо были включены в санкционный список ЕС. Также в ЕС проходит обсуждение нового, аналогичного «Акту Магнитского», санкционного механизма, предполагающего применение мер к нерезидентам ЕС, обвиненным в серьезных нарушениях прав человека.

Банк России продолжает мониторинг возможных рисков санкций, анализ возможных последствий для ценовой и финансовой стабильности и готов оперативно реагировать на изменение внешней конъюнктуры. Так, за время действия санкций с 2014 г., помимо мероприятий по общему повышению устойчивости финансового сектора, Банком России был выработан комплекс следующих мер по купированию санкционных рисков:

- корректировка операций на валютном рынке в рамках бюджетного правила;
- использование операций валютного репо и кредитования в иностранной валюте;
- введение моратория на признание отрицательной переоценки стоимости ценных бумаг в портфелях финансовых институтов, а также применение специального валютного курса при расчете нормативов;
- введение регуляторных послаблений в части создания резервов и расчета отдельных нормативов по корпоративным заемщикам, в отношении которых введены санкции.

² *Protecting Europe's Energy Security Act, PEESA.*

³ *Chemical and Biological Weapons Control and Warfare Elimination Act of 1991.*

Ключевым фактором неопределенности для мировой экономики и рынков остается возможность еще более существенного ухудшения ситуации с COVID-19 и массового введения жестких ограничительных мер. На текущий момент правительства некоторых стран ввели общенациональный карантин, однако большинство стран стремятся избежать жестких карантинных мер и вводят точечные ограничения. Дополнительные риски для финансовой стабильности и распродаж на глобальных рынках могут создавать геополитические риски и социальные волнения (например, волну волатильности может вызвать обострение отношений между США и Китаем, в том числе на фоне периодически усиливающихся протестов в Гонконге, Brexit после завершения переходного периода в этом году, дальнейшее обострение конфликтов на Ближнем Востоке, обострение ситуации в Европе на фоне террористических атак экстремистской группировки «Исламское государство» (запрещена в Российской Федерации) и так далее). При этом ряд уязвимостей на глобальных рынках может усугубить ситуацию в мировой экономике:

В кратко- и среднесрочном периоде:

- Может продолжиться увеличение долговой нагрузки в корпоративном секторе. Еще до пандемии в США и ЕС имела место проблема растущего долга закредитованных компаний. На фоне пандемии компании были вынуждены еще больше увеличить долговую

нагрузку из-за нехватки денежных средств (за счет как выпусков облигаций, так и наращивания кредитов). В случае прекращения тенденции восстановления экономики из-за усиления пандемии может возрасти число банкротств. В этом отношении малые и средние компании более уязвимы из-за отсутствия необходимых буферов ликвидности, диверсифицированных источников дохода, а также ограниченного доступа к рынкам капитала.

- Риски неплатежеспособности нефинансовых компаний могут негативно отразиться на банковском секторе, хотя за последние годы устойчивость глобальных банков заметно повысилась. Вызовом для банков может стать переоценка рисков пострадавших компаний (авиакомпаний, коммерческой недвижимости, сферы услуг, малых и средних предприятий). При этом возможен резкий рост кредитных рисков в случае более существенного спада в экономике и снижения доходов в корпоративном секторе.
- Уязвимости продолжают накапливаться у небанковских финансовых посредников. Ведущие центральные банки были вынуждены существенно расширить программы покупки активов в начале пандемии, так как посредники резко сократили свое присутствие на рынках в связи с оттоком средств инвесторов. Инвестиционные фонды и управляющие активами остаются подверженными этому риску.
- Отдельные страны могут столкнуться с проблемами в части суверенного долга. По оценкам МВФ, глобальный государственный долг увеличится с 83,0% ВВП в 2019 г. до 98,7% ВВП в 2020 году. Дополнительные меры поддержки, которые, возможно, придется задействовать для сдерживания последствий пандемии, могут потребовать дальнейшего наращивания государственного долга. Это может снизить доверие рынка в странах, где уже накоплена значительная долговая нагрузка.

В долгосрочном периоде:

- Более длительный период сохранения низких ставок в ведущих странах может способствовать образованию «пузырей» на самых разных сегментах финансового рынка. Привлечение участников рынка к длительному сохранению мягких финансовых условий может впоследствии обернуться эпизодами волатильности по мере нормализации ставок. В случае слишком длительного сохранения регуляторных послаблений есть риск появления «зомби-компаний», что будет мешать финансированию и развитию эффективных компаний и тормозить экономический рост.
- Может возникнуть риск фискального доминирования и потери независимости центральных банков при массовых покупках государственных облигаций в СФР. Покупки государственных бумаг в СФР в основном реализуются в целях обеспечения финансовой стабильности. До сих пор их объемы были незначительными³ и не приводили к росту недоверия инвесторов, но, если злоупотреблять использованием такого инструмента, это может вылиться в потерю доверия со стороны рынка.

В этих условиях многие регуляторы уже сейчас задумываются о необходимости найти баланс между краткосрочными целями поддержки кредитования и долгосрочной устойчивостью финансового сектора (см. врезку 2 «Основные меры зарубежных регуляторов и их эффективность»). У каждой принимаемой меры есть как плюсы, так и минусы. Стимулирование использования банками буферов капитала будет содействовать кредитованию в краткосрочной перспективе, но при этом снизит их способность противостоять убыткам в будущем. Ограничения на распределение капитала повышают потенциал банков продолжать кредитование, но могут снизить доверие инвесторов и способность банков привлекать новый капитал на рынке.

Во время пандемии многие регуляторы активно снижали регуляторные требования, отходя от базельских норм, допуская занижение оценки риска со стороны банков. Это дополнительно подчеркивает важность наличия макропруденциальных инструментов, смягчение действия

³ Наибольший объем покупок гособлигаций отмечается на Филиппинах (7,3% ВВП), в Индонезии (3,8% ВВП).

которых не приводит к искажению оценки риска и не подвергает сомнению устойчивость банков.

В целом беспрецедентные и своевременные меры политики со стороны центральных банков и правительств помогли повысить доверие участников рынка, поддержать поток кредитов в экономику, способствовали быстрой нормализации функционирования финансовых рынков, а также помогли избежать неблагоприятных макрофинансовых циклов обратной связи⁴.

Врезка 2. Основные меры зарубежных регуляторов и их эффективность

В 2020 г. правительства стран всего мира были вынуждены ввести жесткие ограничения (локдауны), чтобы сдержать распространение пандемии COVID-19. В результате мир столкнулся с широко-масштабным экономическим кризисом. Существенно снизилась деловая активность в сфере услуг и производственном секторе, ухудшилась ситуация с ликвидностью и платежеспособностью компаний. В этих условиях потребовалась реализация всеобъемлющих мер антикризисной политики, которые включают комплекс фискальных, монетарных, регуляторных мер поддержки. Многие меры, принятые в конце I квартала, продолжают действовать или были продлены в отчетный период.

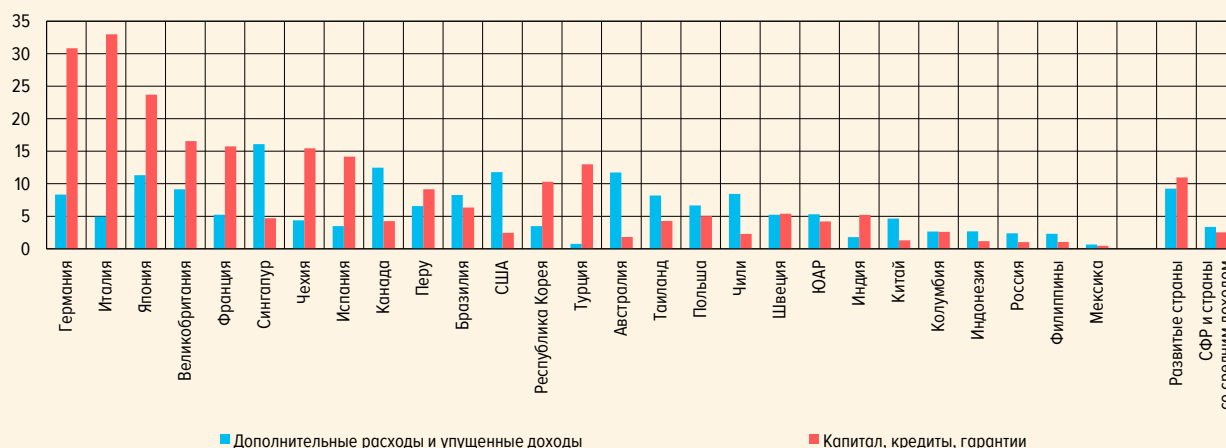
Бюджетная поддержка. Основная задача бюджетного стимулирования – поддержка доходов и кредитования. По состоянию на сентябрь 2020 г. совокупный объем фискальных стимулов оценивается МВФ в 11,7 трлн долл. США, или 12% мирового ВВП (рис. 2). На этом фоне бюджетный дефицит в мире увеличится с 3,9% в 2019 г. до 12,7% в 2020 г. (рис. 3). Основные меры включают:

- правительственные гарантии по кредитам (наиболее значительные относительно ВВП – в Италии, Германии, Франции, Великобритании);
- специальные правительственные программы поддержки бизнеса (гранты малым и средним предприятиям, адресная поддержка сферы здравоохранения, авиакомпаний);
- прямые социальные выплаты населению: субсидии на выплаты заработных плат (Великобритания, Дания), повышение пособий по безработице (США), ослабление требований по пособиям по безработице (Сингапур, Европа), прямая единовременная выплата денег населению (США), выплаты бедным слоям населения (Сингапур, Индонезия);
- разнообразные налоговые послабления. В США были объявлены налоговые каникулы для частных лиц и бизнеса с отсрочкой налоговых выплат на 90 дней. Отсрочка уплаты налогов была объявлена также в Испании, Франции, Индонезии и других странах.

Денежно-кредитная политика и поддержка рынков. Основная задача в части денежно-кредитной политики – стимулирование спроса и роста экономики, в части поддержки рынков – поддержка ликвидности рынков в условиях массового выхода управляющих активами.

ОБЪЕМЫ ФИСКАЛЬНЫХ СТИМУЛОВ В ОТВЕТ НА COVID-19
(% ВВП)

Рис. 2

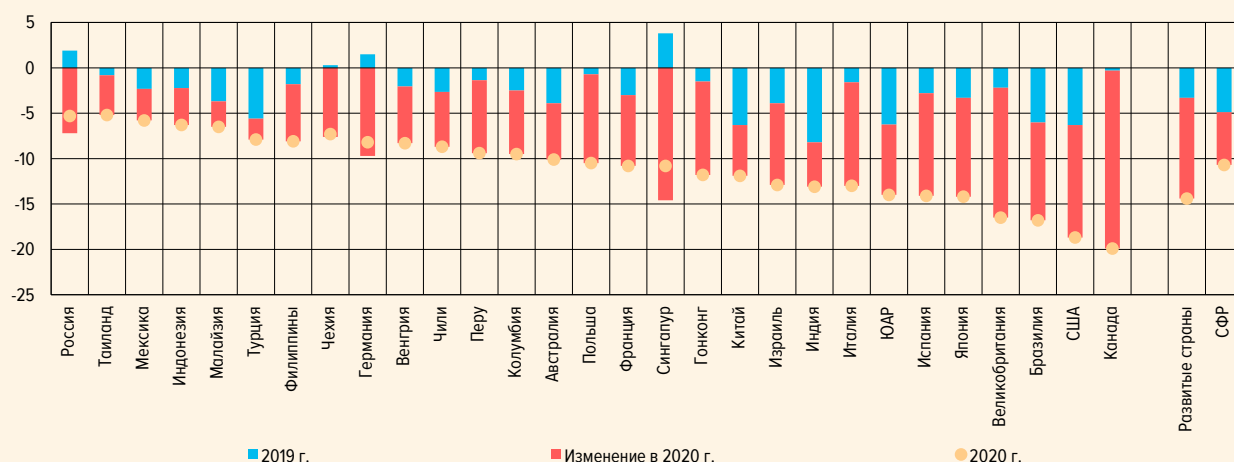


Источник: МВФ (Fiscal Monitor, October 2020).

⁴ Макрофинансовые циклы обратной связи – вторичные эффекты, возникающие в результате взаимного воздействия ситуаций в реальном и финансовом секторах.

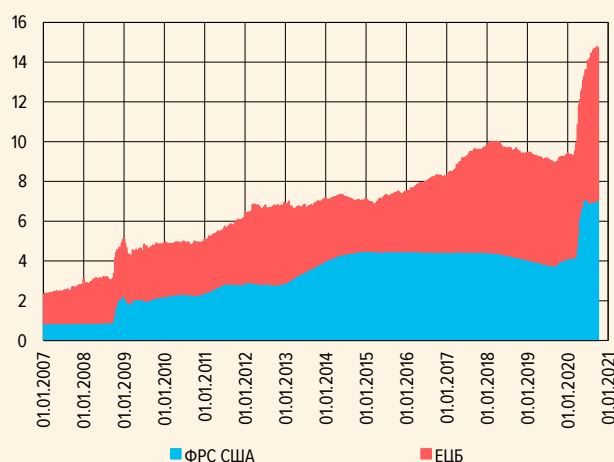
ОЦЕНКА ДЕФИЦИТА РАСШИРЕННОГО БЮДЖЕТА В 2020 ГОДУ
(% ВВП)

Рис. 3

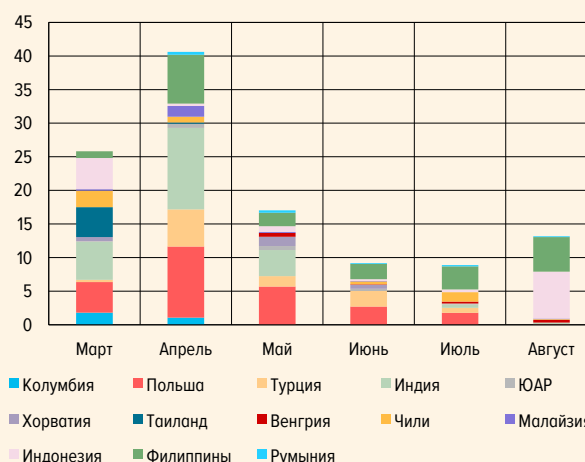


Источник: МВФ (Fiscal Monitor, October 2020).

- Центральные банки отреагировали на кризис в первую очередь снижением ключевых ставок. ФРС США снизила диапазон ключевой ставки до минимальных 0–0,25%. Снижение ставок ведущими центральными банками способствовало смягчению условий для СФР. При этом большинство центральных банков СФР также снизили ключевые ставки до исторических минимумов.
- Многие центральные банки расширили доступ банков к имеющимся механизмам предоставления ликвидности (операции репо) за счет увеличения сроков, лимитов, а также ослабления требований к обеспечению, принимаемому в рамках операций рефинансирования. ЕЦБ запустил дополнительные аукционы по долгосрочному кредитованию банков (LTRO). В целях высвобождения дополнительной ликвидности центральные банки также снизили резервные требования (ФРС – до нуля с 10% по части обязательств выше определенного объема и с 3% по части обязательств ниже определенного объема).
- Странами были запущены новые программы поддержки кредитования на фоне потери ликвидности многих рынков в условиях ухода с них управляющих активами. Эти программы реализовывались для поддержки финансовой стабильности, при этом центральные банки фактически выступали для управляющих активами кредиторами в последней инстанции. Например, в США было запущено девять кредитных программ, в том числе для поддержки инвестиционных фондов денежного рынка, кредитования муниципалитетов, поддержки кредитования МСП, потребителей. В ряде стран расширены (Великобритания) или введены (Австралия) программы льготного кредитования банков, наращивающих кредитование МСП. В условиях сохранения неблагоприятной экономической обстановки регуляторы скорректировали (США) или продлили (Сингапур) программы поддержки кредитования МСП. Указанные меры помогли поддержать поток кредитов реальному сектору, а также возможности компаний привлекать финансирование на рынках облигаций.
- Все больше стран стали использовать нетрадиционные меры поддержки, при этом ведущие центральные банки существенно расширили объемы программ покупки активов (рис. 4). ФРС объявила о том, что будет выкупать казначейские ценные бумаги и ипотечные ценные бумаги в количестве, необходимом для обеспечения бесперебойного функционирования рынка и эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. ЕЦБ запустил программу покупки активов (государственных и корпоративных бумаг) в беспрецедентном размере 750 млрд евро (в июне расширив ее до 1,35 трлн евро). Объемы программы выкупа активов были увеличены Банком Англии и Банком Японии.
- По меньшей мере 18 СФР впервые прибегли к мерам нетрадиционной денежно-кредитной политики (рис. 5). Большинство стран (например, Индия, ЮАР, Филиппины) стали интервенировать на рынках государственных облигаций с целью стабилизации ситуации на долговых рынках и поддержки ликвидности, а не с целью денежного стимулирования, как в развитых странах. МВФ в целом оценивает осуществление покупок гособлигаций в СФР как эффективную меру на краткосрочном горизонте, которая способствовала снижению доходностей гособли-

АКТИВЫ ФРС США И ЕЦБ
(ТРЛН ДОЛЛ. США)

Источник: Bloomberg.

Рис. 4 ПОКУПКИ АКТИВОВ В СФР
(МЛРД ДОЛЛ. США)

Источник: МВФ (Global Financial Stability Report, October 2020).

гаций¹. В России использование нетрадиционных инструментов не потребовалось, доходности государственных облигаций вернулись к докризисному уровню на фоне стабилизации внешних рынков и постепенного снижения ключевой ставки Банком России. При этом долгосрочные доходности ОФЗ в России даже после некоторого роста в связи с усилением геополитических рисков в августе-октябре оставались ниже, чем в странах, которые прибегали к нестандартным мерам политики.

- Скоординированные действия центральных банков были предприняты для поддержки долларовой ликвидности на глобальном рынке. ФРС активировала своп-линии с более широким перечнем стран (помимо Канады, Великобритании, Японии, Швейцарии, ЕЦБ, в список вошли Австралия, Бразилия, Дания, Южная Корея, Мексика, Норвегия, Новая Зеландия, Сингапур и Швеция). ФРС также запустила механизм по проведению операций репо с иностранными центральными банками (Facility for Foreign and International Monetary Authorities).
- Валютные интервенции проводились многими центральными банками СФР, но им пришлось прибегнуть к ним в основном в наиболее острый период развития кризиса весной 2020 года. Объемы использования валютных резервов в этих целях были довольно ограниченными, что связано с короткой продолжительностью стресса и быстрым восстановлением глобального аппетита. В некоторых странах валютные интервенции проводились одновременно с интервенциями на рынке государственных облигаций.

Смягчение финансового регулирования. Регуляторы ввели целый ряд временных регуляторных послаблений, чтобы выиграть время и сгладить негативные эффекты кризиса для реального сектора и финансовой системы. Временные послабления и контрциклические меры в рамках макроprudенциальной политики были направлены на то, чтобы поддержать кредитование экономики, в том числе за счет использования буферов.

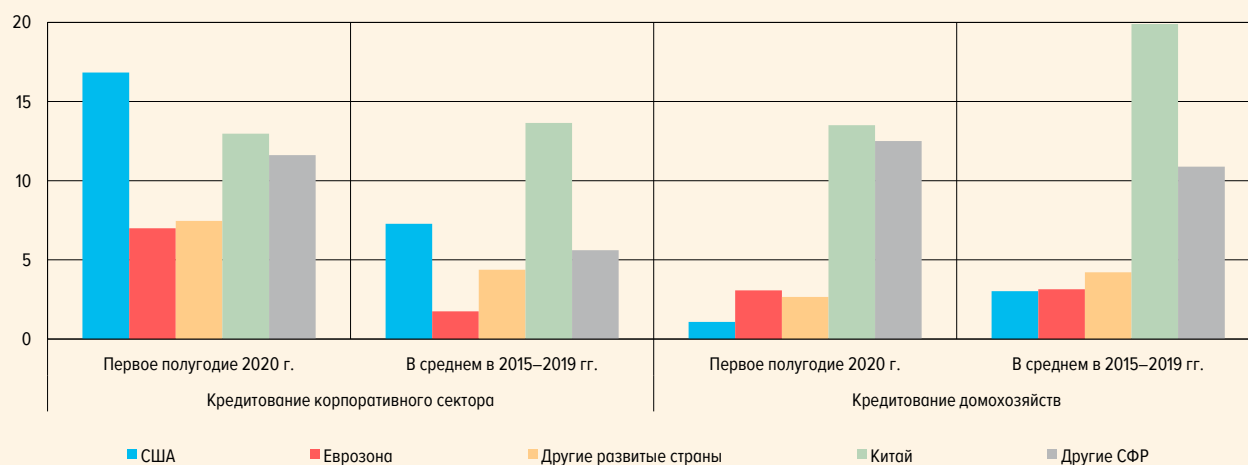
- Регуляторы многих стран разрешили банкам отложить признание безнадежных долгов по ссудам, качество которых ухудшилось в связи с пандемией. Логика таких действий связана с необходимостью избежать негативной спирали, когда потеря доступа к кредитам ведет к дополнительному падению экономики и потерям для финансового сектора. В США реструктурированные кредиты пострадавших заемщиков временно разрешено не относить к проблемной задолженности. ЕЦБ не относит к проблемным кредитам кредиты с государственной гарантией. В отдельных странах увеличено количество дней просрочки кредитов, в результате которой они классифицируются как проблемные (в Турции – с 90 до 180 дней, в Аргентине – к каждой категории добавлено 60 дней).
- Во многих странах были выпущены рекомендации банкам по реструктуризации долга компаний (прежде всего МСП) и домохозяйств. Многие регуляторы осенью 2020 г. продлили сроки действия программ по предоставлению кредитных каникул, чтобы избежать массовых случаев несостоятельности. Так, продление кредитных каникул в той или иной форме было осуществлено

¹ Global Financial Stability Report, Chapter 2 «Emerging and Frontier Markets»/IMF, October 2020.

ТЕМПЫ РОСТА КРЕДИТОВАНИЯ В ПЕРВОМ ПОЛУГОДИИ 2020 ГОДА

Рис. 6

(%)



Источник: МВФ (Global Financial Stability Report, October 2020).

в Великобритании, Сингапуре, Израиле, Испании, Гонконге, Южной Корее, Саудовской Аравии, Индии, Аргентине. В целом каникулы пока продлевались на небольшой срок, в то же время в Великобритании было принято решение о повторном продлении кредитных каникул для некоторых категорий заемщиков до 31 января 2021 года. В Канаде принято решение о прекращении послабления, в рамках которого банкам было разрешено не относить к более низкой категории качества кредиты, по которым предоставлялись кредитные каникулы.

- Регуляторы, использовавшие до пандемии макропруденциальные меры, осуществили их смягчение:
 - Весной Швеция, Великобритания, Бельгия, Германия полностью высвободили контрциклический буфер капитала, снизив его до 0%, а ряд стран снизили контрциклический буфер капитала, сохранив его на небольшом положительном уровне: Гонконг (1%), Норвегия (1%), Чехия (снизила дважды – весной до 1%, летом – до 0,5%).
 - Были ослаблены секторальные макропруденциальные меры. Например, в Чехии отменены ограничения по DSTI² и ослаблены требования к LTV³ для ипотечных кредитов, а в Гонконге повышено минимальное значение LTV для кредитов на приобретение коммерческой недвижимости. В Новой Зеландии ограничения LTV по ипотеке отменены до мая 2021 года.
- Ряд мер реализован в рамках временного смягчения надбавок и базельских нормативов:
 - Канада, Нидерланды снизили требования к уровню надбавки за системную значимость; Бразилия снизила буфер консервации капитала. ЕЦБ напомнил банкам о том, что в соответствии со стандартами Базельского комитета по банковскому надзору они могут функционировать с буфером консервации капитала ниже заданного уровня 2,5%. Одновременно регуляторы многих стран продлили предписания отложить выплату дивидендов до конца 2020 г. (США, ЕЦБ, Испания, Италия, Аргентина, Бразилия, Сингапур).
 - В ряде стран (Швейцария, Япония, США) снижены требования к показателю левереджа, в основном за счет исключения из расчета государственных облигаций и резервов в центральных банках; в некоторых странах определенные виды активов исключены из перечня активов, подлежащих вычету из регуляторного капитала.
 - Введены послабления в отношении нормативов ликвидности. Ряд центральных банков (ЕЦБ, Швеция, Япония, США, Южная Корея) разрешили банкам временно поддерживать норматив краткосрочной ликвидности (LCR) ниже установленного регуляторного уровня. Индия отложила внедрение коэффициента чистого стабильного фондирования (NSFR).

Эффективность реализованных мер. В настоящее время еще сложно оценить реальную эффективность большинства принятых мер поддержки. Регуляторы осуществляют мониторинг различных индикаторов, прежде всего отслеживается динамика кредитования (рис. 6). В отношении послабления

² DSTI (debt service-to-income ratio) – соотношение долговой нагрузки и дохода.

³ LTV (loan-to-value ratio) – соотношение задолженности по кредиту и стоимости обеспечения.

регуляторных мер регуляторы оценивают объем высвободившегося капитала и степень его использования для кредитования. Эффективность мер по предоставлению ликвидности оценивается исходя из реального использования программ и их влияния на рыночные индикаторы (например, объемы кредитования МСП, процентные ставки и так далее).

Многие регуляторы столкнулись с тем, что, несмотря на призывы использовать буферы, банки старались их не использовать из-за ограничений на распределение прибыли и опасений негативной реакции рынка (стигма-эффектов)⁴.

Значительный положительный эффект был связан с тем, что, предпринятые действия носили синхронизированный характер. Несмотря на рост безработицы, риски по каналу ипотечного кредитования в мире пока были ограниченными, ипотеку поддерживали более низкие ставки, кредитные каникулы для пострадавших граждан.

Вместе с тем перспективы восстановления глобального роста остаются неопределенными на фоне подъема заболеваемости в последние месяцы. В случае заметного ухудшения ситуации может возникнуть необходимость в новых масштабных стимулах, в то время как пространство для маневра уже сократилось. В таких условиях перед регуляторами стоит задача достижения баланса между сохранением необходимых мер поддержки и нормализацией политики в тех сферах, где это возможно.

⁴ Ни один из крупных банков не был готов первым воспользоваться буферами, так как этот факт может быть воспринят рынком как свидетельство ухудшения его финансового положения (*stigma*).

2. ФИНАНСОВЫЙ И РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОРЫ В УСЛОВИЯХ COVID-19

После всплеска волатильности в начале пандемии российский финансовый рынок быстро вернулся к уровням начала года. Этому способствовали как накопленный участниками рынка запас прочности в виде буферов капитала и ликвидности, сбалансированная структура активов, так и комплекс антикризисных мер Банка России.

Пандемия коронавирусной инфекции обусловила рост размещений ОФЗ в 2020 году. Нерезиденты в II–III кварталах 2020 г. не уменьшали абсолютного размера своих вложений в ОФЗ, однако большую часть бумаг в ходе размещений выкупали локальные инвесторы, прежде всего СЗКО, использующие ОФЗ-ПК для управления процентным риском и риском ликвидности.

Распространение коронавирусной инфекции в мире и введение массовых ограничительных мер, в том числе в Российской Федерации, нанесли серьезный урон российской экономике. Закрытие предприятий, перебои в глобальных цепочках поставок и резкое падение мобильности населения существенно снизили деловую активность в стране.

С начала 2020 г. наблюдается рост долговой нагрузки компаний как за счет падения прибыли, так и за счет переоценки валютной составляющей долга из-за ослабления рубля. Несмотря на то что общая долговая нагрузка нефинансового сектора в России умеренная относительно других стран, высокая концентрация корпоративного долга на небольшом количестве крупнейших заемщиков может являться источником системного риска.

Основные риски для банков несут предприятия из отраслей, пострадавших от пандемии. Авиакомпании, предприятия, занимающиеся торговой и офисной недвижимостью, характеризуются существенной задолженностью перед банковскими группами. Снижение цен на нефть в I квартале 2020 г. не оказало критического влияния на финансовое состояние крупнейших российских нефтяных компаний, но тем не менее приводит к ухудшению их основных операционных показателей и сокращению инвестиционных программ.

В целях поддержки кредитования Банк России расширил инструменты предоставления ликвидности, а также ввел временные регуляторные послабления, связанные с «заморозкой» стоимости финансовых активов и возможностью отложить увеличение резервов на возможные потери по ссудам. В связи с нормализацией ситуации на рынках, а также отменой карантинных ограничений часть мер окончила свое действие 30 сентября 2020 г., однако послабления по резервам были продлены. Также Банком России был распущен накопленный макропруденциальный буфер капитала по ипотечным и необеспеченным потребительским кредитам на общую сумму около 300 млрд руб., что позволит банкам покрыть возможные будущие потери по кредитам, а также поддержать кредитование.

Приоритетной задачей для банков становится работа с накопленными в ходе пандемии проблемными активами, в том числе реструктурированными кредитами, которые достигли 10,3% от кредитного портфеля на 1 октября 2020 года. Банковский сектор обладает достаточным запасом капитала с учетом макропруденциальных буферов в размере 11,5% от совокупного кредитного портфеля, что позволяет ему своевременно признавать потери по кредитам и продолжать кредитовать экономику. Стабильная

динамика процентных доходов в условиях мягкой денежно-кредитной политики будет поддерживать прибыль банков.

Для некредитных финансовых организаций, активы которых обладают преимущественно высоким кредитным качеством, в целом характерны устойчивое финансовое положение и отсутствие явных негативных тенденций в период пандемии.

2.1. СИТУАЦИЯ НА РОССИЙСКОМ ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

На фоне роста расходов и дефицита бюджета в условиях пандемии значительно увеличился объем государственного долга России, хотя он по-прежнему находится на самом низком уровне относительно других крупных экономик. Снижение риск-аппетита глобальных инвесторов в условиях пандемии и геополитические риски ослабили интерес нерезидентов к российскому рынку. Спрос на новые выпуски ОФЗ в основном предъявляли российские банки. На рынке корпоративного долга объемы выпуска новых ценных бумаг были сопоставимы с показателями 2019 и 2018 годов.

Влияние пандемии коронавируса на поведение участников долгового рынка

На первом этапе распространения пандемии на фоне резкого снижения аппетита к риску инвесторов на глобальных рынках и проблем с заключением соглашения об ограничении добычи нефти иностранные инвесторы сокращали объемы вложений в российские государственные и корпоративные облигации. В марте доля вложений нерезидентов в ОФЗ на счетах иностранных депозитариев в Национальном расчетном депозитарии (НРД) снизилась с 34,1 до 31,1% (сокращение вложений на 280 млрд руб. в абсолютном выражении). В сегменте корпоративных облигаций за период с 20 февраля по конец марта нерезиденты продали бумаг на 11 млрд рублей. Продажи со стороны иностранных инвесторов стимулировали резкий рост доходностей облигаций (пик доходностей пришелся на 18 марта – доходности 10-летних ОФЗ с 20 февраля выросли на 242 б.п. и достигли 8,42%, прирост доходностей корпоративных облигаций в зависимости от отрасли достигал 74–262 б.п.). Воздействие коронавирусного шока на рост доходности ОФЗ в расчете на 1 млрд руб. чистых продаж нерезидентов (2,3 б.п.) оказалось наибольшим в сравнении с предыдущими периодами волатильности (табл. 4). Это обусловлено беспрецедентным масштабом шока, его глобальным и пролонгированным влиянием. На этой фазе Минфин России не осуществлял новых размещений ОФЗ.

В качестве меры поддержки российского финансового рынка в период волатильности Банк России предоставил право банкам и другим финансовым организациям, которые ведут бухгалтерский учет по нормативным актам Банка России, отражать долевыми и долговыми ценные бумаги, приобретенные до 1 марта 2020 г., по справедливой стоимости на 1 марта 2020 г., а долговые ценные бумаги, приобретенные в период с 1 марта по 30 сентября 2020 г., – по справедливой стоимости на дату приобретения. Эта мера позволила финансовым органи-

ДИНАМИКА ДОХОДНОСТЕЙ ОФЗ И ОБЪЕМОВ ПРОДАЖ НЕРЕЗИДЕНТОВ В ПЕРИОДЫ ПОВЫШЕННОЙ ВОЛАТИЛЬНОСТИ

Табл. 4

Показатели/периоды непрерывного роста доходностей	6–12 апреля 2018 г. (санкции США)	7–17 августа 2018 г. (законопроекты о санкциях и отток средств из СФР)	20–28 февраля 2020 г. (коронавирус)	5–18 марта 2020 г. (коронавирус и нефть)
Количество дней	5	9	6	9
Продажи нерезидентов и дочерних банков, млрд руб.	-80	-56	-27	-106
Продажи за 1 день, млрд руб.	-16	-6	-5	-12
Рост доходностей ОФЗ, б.п.	38	77	48	242
Рост доходностей в расчете на 1 млрд руб. продаж, б.п.	0,5	1,4	1,7	2,3

Источники: ПАО Московская Биржа, Bloomberg.

ДИНАМИКА ДОХОДНОСТЕЙ ГОСОБЛИГАЦИЙ СФР НА 10 ЛЕТ (%) И ИЗМЕНЕНИЕ ДОХОДНОСТЕЙ (Б.П.)

Табл. 5

Страны/даты	20.02.2020	18.03.2020	24.04.2020	09.10.2020	20.02.2020 – 18.03.2020	18.03.2020 – 24.04.2020	24.04.2020 – 09.10.2020
Россия	6,0	8,4	6,1	6,0	243	-231	-12
Бразилия	6,6	8,5	7,3	7,7	190	-121	40
Мексика	6,6	8,3	7,0	5,8	171	-129	-122
Китай	2,9	2,8	2,5	3,2	-16	-27	69
ЮАР	8,9	11,3	11,0	9,5	240	-30	-146
Индонезия	6,5	7,5	7,9	6,9	103	38	-102
Колумбия	5,6	8,8	6,8	5,1	319	-200	-175
Венгрия	2,4	3,4	2,6	2,2	98	-80	-35
Таиланд	1,1	1,6	1,3	1,4	45	-32	12
Малайзия	2,9	3,2	2,9	2,7	25	-31	-18
Турция	11,7	12,4	11,5	13,3	69	-89	175
Индия	6,4	6,3	6,2	5,9	-13	-13	-23
Филиппины	4,4	4,8	3,7	2,9	43	-112	-84
Польша	2,1	2,0	1,4	1,3	-13	-61	-6
Чили	3,6	3,6	2,7	2,9	-2	-89	16

Примечание: страны, отмеченные цветом, использовали программу QE.
Источник: Bloomberg.

зациям приостановить продажи, а также осуществлять покупки финансовых активов без риска их последующей отрицательной переоценки, что способствовало стабилизации рыночной конъюнктуры. К концу марта большая часть роста доходности долговых инструментов была отыграна, значения кривой доходности ОФЗ вернулись к уровню до начала пандемии.

Наличие стабильного спроса со стороны локальных инвесторов и быстрое восстановление доходностей на рынке позволили Банку России не использовать, в отличие от ряда других СФР, программу выкупа государственных облигаций центральными банками. Стоит отметить, что объем таких покупок в СФР, применявших этот инструмент, за счет преимущественного спроса со стороны локальных участников был умеренным¹, что позволило предотвратить ухудшение восприятия локальных рисков глобальными инвесторами. Исключение составили некоторые страны, в которых применение программ выкупа облигаций было анонсировано в связи с необходимостью финансирования расходов на борьбу с пандемией, а не в целях стабилизации финансового рынка (например, Индонезия²). Динамика изменения доходностей (табл. 5) отражает локальные особенности стран СФР (макроэкономические, финансовые условия и накопленные дисбалансы), а также воздействие иных факторов, таких как цены на нефть и геополитические риски. Колебание доходности ОФЗ в России было значительным, но кратковременным, что отражает комплексность влияния на российский рынок фактора пандемии, колебаний на нефтяном рынке и геополитических факторов.

На втором этапе кризиса (в мае-июне 2020 г.) на российском долговом рынке наблюдался оптимизм участников. Дальнейшее снижение доходности ОФЗ на третьем этапе ограничивалось влиянием геополитических факторов. Конъюнктура рынка начиная с III квартала в значительной степени определялась политикой Минфина России. В целях финансирования возникшего вследствие пандемии дефицита государственного бюджета Минфин России повысил начиная с III квартала 2020 г. размер планируемого объема размещения ОФЗ (в III квартале – до 1 трлн руб.³, в IV квартале – до 2 трлн руб., всего на 2020 г. – с 1,7 до 4,5 трлн руб.⁴), а также изменил структуру выпуска ценных бумаг в пользу ОФЗ с переменным купоном. Спрос на такие инструменты в основном формируют локальные участники. Иностранные участники осу-

¹ Arslan Y., Drehmann M., Hofmann B. *Central bank bond purchases in emerging market economies*. BIS Bulletin No. 20, 2 June 2020.

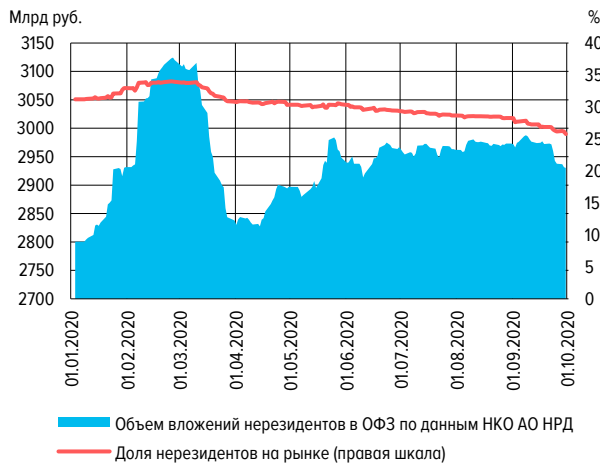
² S&P Global. *EM central banks risk reputations with bond-buying programs*.

³ План по итогам III квартала был перевыполнен (123,8%).

⁴ Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2021 год и на плановый период 2022 и 2023 годов.

ВЛОЖЕНИЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ В ОФЗ
ПО ДАННЫМ НКО АО НРД

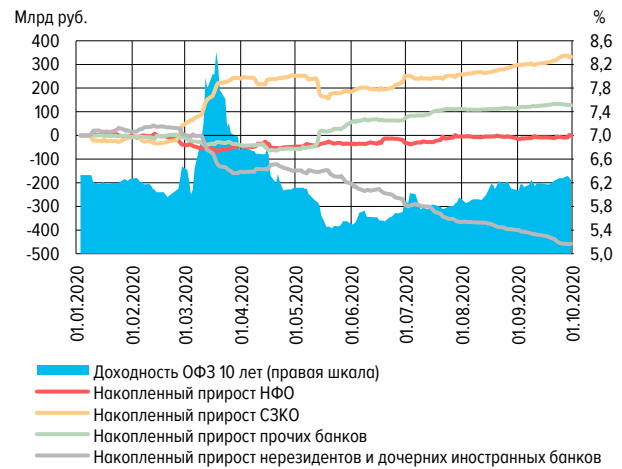
Рис. 7



Источник: НКО АО НРД.

НАКОПЛЕННЫЕ БИРЖЕВЫЕ ПРОДАЖИ ОФЗ
ПО ТИПАМ УЧАСТНИКОВ И ДИНАМИКА
ДОХОДНОСТИ ОФЗ

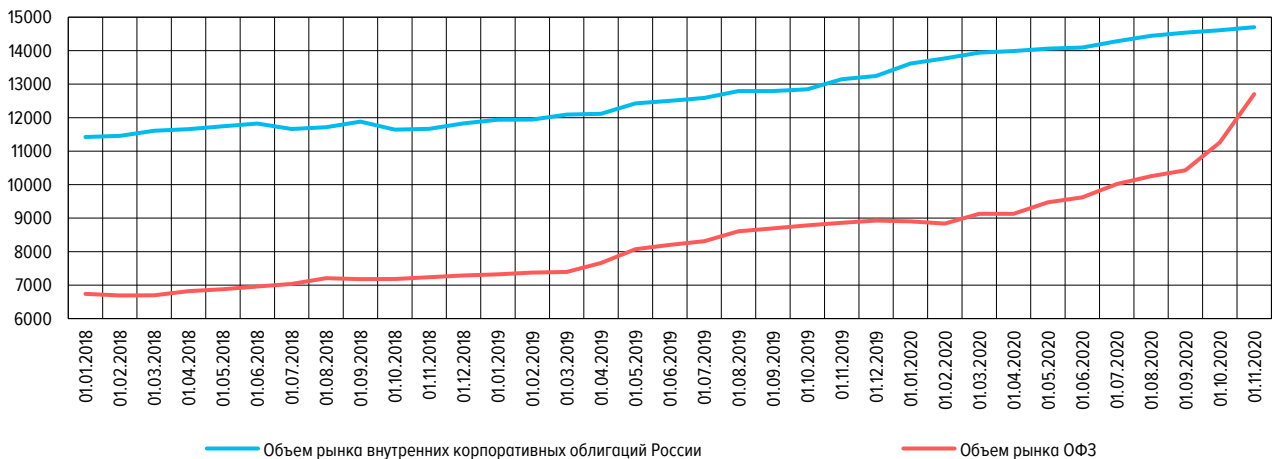
Рис. 8



Источники: Bloomberg, ПАО Московская Биржа.

ОБЪЕМЫ РЫНКОВ ОФЗ И КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ
(МЛРД РУБ.)

Рис. 9



Источники: Cbonds.ru, Минфин России.

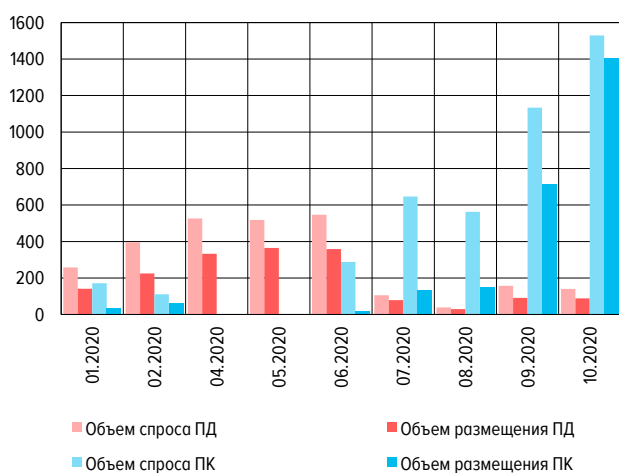
ществляли незначительные покупки новых выпусков ОФЗ на аукционах (в основном ОФЗ-ПД), а на биржевом (рис. 8) и внебиржевом сегментах вторичного рынка действовали разнонаправленно. В результате доля вложений нерезидентов в ОФЗ снижалась преимущественно под влиянием общего роста рынка, а абсолютный объем вложений находился на одном уровне за отчетный период (около 2940 млрд руб.) и к 1 октября указанная доля составила 26,0% (снижение за два квартала на 5 п.п., рис. 7).

Возврат кривой доходности ОФЗ к значениям до пандемии сопровождался снижением уровня процентных ставок и по корпоративным заимствованиям. В мае и особенно в июне 2020 г. объем корпоративных заимствований российских компаний превысил уровень 2019 г. (за два месяца было размещено облигаций более чем на 460 млрд руб.). По итогам девяти месяцев объем размещенных корпоративных облигаций превысил показатели за аналогичный период в 2018–2019 гг. (рис. 9). Таким образом, эффекта вытеснения корпоративных облигаций государственным долгом не отмечалось.

Несмотря на рост плановых объемов размещения ОФЗ начиная с III квартала 2020 г., Минфин России смог перевыполнить план III квартала на 24%, а план IV квартала к 3 ноября был выполнен уже на 75%. Столь успешные результаты были достигнуты за счет корректировки

**ДИНАМИКА РАЗМЕЩЕНИЯ ОФЗ
В РАЗРЕЗЕ ТИПА ВЫПУСКА**
(млрд руб.)

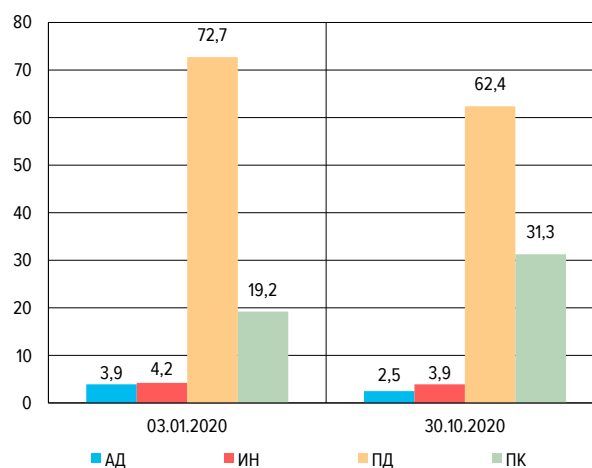
Рис. 10



Источник: Минфин России.

СТРУКТУРА РЫНКА ОФЗ ПО ТИПУ ЦЕННЫХ БУМАГ
(%)

Рис. 11



Источники: НКО АО НРД, Cbonds.ru.

структуры размещения в пользу ценных бумаг с купоном по переменной процентной ставке (ОФЗ-ПК) и благодаря высокому спросу на такой вид инструмента со стороны внутренних инвесторов. При этом на фоне снижения процентных ставок в экономике до локальных минимумов значительно сократился интерес к ОФЗ с фиксированной доходностью – инструменту, востребованному ранее в значительной степени нерезидентами в рамках их стратегии керри-трейд. Если сравнивать с началом года, доля инструментов с фиксированным доходом существенно сократилась (на 10,3 п.п., до 62,4% на 30.10.2020), а доля ОФЗ с переменным купоном, наоборот, возросла до 31,3% (с 19,2%) (рис. 11). В целом продолжился тренд на увеличение покупок локальных участников на аукционах, их доля выросла с 73,6% в II квартале до 88,8% в III квартале (доля СЗКО составляла 48,1 и 75,1% соответственно).

Помимо изменения типовой структуры рынка ОФЗ, наблюдалось увеличение доли размещений ОФЗ со средним сроком до погашения (прирост составил 2736,2 млрд руб. по номиналу), что привело к двукратному увеличению ценных бумаг со сроком до погашения от 5 до 10 лет. По итогам отчетного периода доля среднесрочных инструментов на рынке ОФЗ выросла с 29,8 до 42,2%, при этом доля краткосрочного сегмента сократилась с 51,0 до 39,7%, долгосрочного – с 19,2 до 18,1%. Таким образом, средний срок до погашения инструментов рынка ОФЗ увеличился.

В целом, несмотря на увеличение объемов размещения, рынок ОФЗ сохраняет свою устойчивость ввиду низкого уровня государственного долга, высокого спроса со стороны локальных инвесторов и роста сбалансированности как по типу, так и по срочности ценных бумаг.

Врезка 3. Государственный долг в России и других СФР

Устойчивость российского рынка ОФЗ в последние годы обусловлена низким уровнем государственного долга и достаточным спросом со стороны внутренних инвесторов. На конец 2019 г. отношение совокупного государственного долга к ВВП в России было наименьшим среди СФР и составляло 12,3% (табл. 6). При этом с начала 2016 г. данный показатель снизился на 0,2 п.п., тогда как в большинстве других стран наблюдался его рост (в среднем на 3,5 п.п.).

По прогнозу МВФ, наиболее сильное увеличение государственного долга из-за пандемии произойдет в странах с развитой экономикой (на 20,2 п.п., табл. 7). Для СФР и стран со средним уровнем дохода увеличение показателя будет в два раза меньше и, по прогнозам, составит 9,6 процентного пункта. В России отношение совокупного государственного долга к ВВП к концу 2020 г. может вы-

расти на 6,8 п.п.¹ и составит 19,1%, а к концу 2023 г. – до 21,4%. Но даже при таком росте показатель по-прежнему будет наименьшим среди СФР.

ДИНАМИКА ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА ОТНОСИТЕЛЬНО ВВП В СФР

Табл. 6

Страны/даты	01.01.2016	01.01.2017	01.01.2018	01.01.2019	01.01.2020	Изменение (п.п.)
В среднем по выборке стран	45,50	46,80	47,20	48,00	49,00	3,5
Россия	12,50	13,10	12,80	11,70	12,30	-0,2
Индонезия	27,50	28,40	29,40	29,60	30,10	2,6
Турция	27,60	28,20	28,30	30,50	32,90	5,3
Таиланд	32,10	30,60	32,50	33,90	34,00	1,9
Мексика	35,00	37,00	35,20	35,30	36,40	1,4
Польша	51,30	54,30	50,70	48,90	46,00	-5,3
Колумбия	44,40	47,80	50,00	50,60	49,40	5,0
Малайзия	53,60	51,90	50,10	51,20	52,50	-1,1
Китай	41,70	44,20	46,00	49,00	54,20	12,5
ЮАР	51,60	53,60	54,90	58,80	64,10	12,5
Венгрия	74,30	73,50	71,10	68,60	64,80	-9,5
Индия	68,30	68,80	69,70	69,50	71,80	3,5
Бразилия	71,70	77,40	82,80	86,20	88,70	17,0

Показатель для России рассчитан на основе информации о внутреннем и внешнем государственном долге по данным Минфина России, о ВВП по данным Росстата. Данные для прочих стран – BIS.

Источники: Минфин России, Росстат, BIS.

ПРОГНОЗ ОТНОШЕНИЯ СОВОКУПНОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА К ВВП СФР (МВФ)

Табл. 7

Страны/года	Фактические данные	Прогноз долга к ВВП				
	2019 г. (%)	2020 г. (%)	Рост в 2020 г. (п.п.)	2021 г. (%)	2022 г. (%)	2023 г. (%)
Страны с развитой экономикой	105,3	125,5	20,2	125,6	125,6	125,8
Страны с формирующимся рынком и страны со средним уровнем дохода	52,6	62,2	9,6	65,0	67,5	69,2
В том числе Россия	12,3	19,1	6,8	20,4	20,8	21,4
Развивающиеся страны с низким доходом	43,3	48,8	5,5	49,7	49,1	48,4

Источники: МВФ, Минфин России.

¹ Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2021 год и на плановый период 2022 и 2023 годов.

2.2. СИТУАЦИЯ С РУБЛЕВОЙ И ВАЛЮТНОЙ ЛИКВИДНОСТЬЮ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

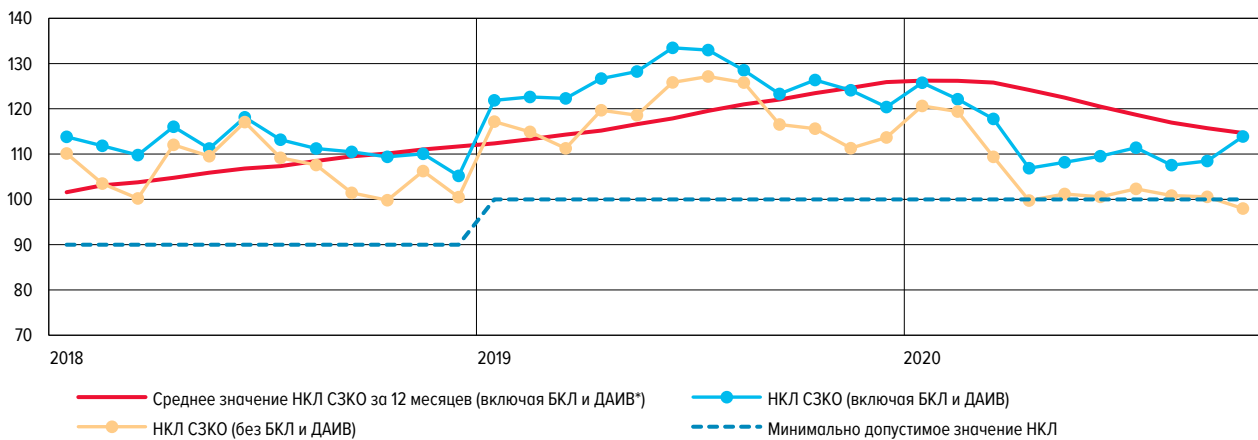
Рублевая ликвидность

Ситуация с рублевой ликвидностью несколько ухудшилась в начале пандемии, однако в дальнейшем оставалась стабильной. Принятые Банком России меры по повышению возможностей банков по управлению ликвидностью способствовали сохранению спокойной ситуации на различных сегментах внутреннего рынка, а также поддержали динамику процентной маржи банковского сектора. В целях сглаживания неравномерного распределения ликвидности в условиях наращивания государственных заимствований Банк России в октябре и ноябре провел аукционы репо на сроки 1 месяц и 1 год.

В начале пандемии ситуация с рублевой ликвидностью обострилась в связи с возросшей волатильностью на финансовом рынке. В марте-апреле отдельные участники рынка испыты-

ДИНАМИКА ФАКТИЧЕСКОГО СРЕДНЕГО ЗНАЧЕНИЯ НКЛ ПО СЗКО
(%)

Рис. 12



* ДАИВ – высоколиквидные активы, номинированные в отдельных иностранных валютах, в части, превышающей чистой ожидаемый отток денежных средств в той же иностранной валюте.
Источники: формы отчетности 0409805, 0409135.

вали дополнительную потребность в рублевой ликвидности. В связи с этим для повышения возможностей кредитных организаций по управлению ликвидностью Банк России проводил аукционы репо «тонкой настройки» на различные сроки, а также расширил Ломбардный список. В этих условиях рынок репо, который является одним из наиболее уязвимых сегментов в условиях высокой рыночной волатильности (из-за необходимости уплаты маржинальных взносов) не претерпел существенных изменений в своей структуре и продолжил стабильное функционирование. Благодаря отсутствию эффекта «горящих» продаж участники сохранили баланс спроса/предложения как на организованных, так и на неорганизованных торгах.

Некоторое ухудшение ситуации с ликвидностью на первом этапе развития пандемии было также связано с оттоком ликвидности в результате роста спроса на наличность и с сокращением срочности клиентских пассивов банковского сектора. Повышение доли краткосрочных источников фондирования (в частности, в результате роста краткосрочных средств юридических лиц) негативно влияет на значения норматива краткосрочной ликвидности (НКЛ), поскольку формирует потребность в повышенном уровне высоколиквидных активов (ВЛА). Так, средневзвешенное значение НКЛ СЗКО снизилось по итогам I квартала 2020 г. на 19 п.п., до 107% (рис. 12).

Поскольку ранее большинство СЗКО с существенным запасом выполняли требования по соблюдению НКЛ, снижение их фактических значений НКЛ в условиях пандемии отражало использование запасов ликвидности с одновременным управлением процентной маржой и не представляло угрозы для финансовой стабильности. Однако отдельные кредитные организации могли столкнуться с необходимостью экстренной корректировки баланса, что могло привести к сокращению их кредитного портфеля. В связи с этим Банк России временно расширил перечень случаев, допускающих использование ВЛА в рамках действующего гибкого режима соблюдения НКЛ, и повысил доступность БКЛ. В результате СЗКО увеличили лимит открытых БКЛ⁵ до 1,8 трлн руб. к 01.07.2020 (на 1,1 трлн руб. по сравнению с 01.04.2020). Поскольку ситуация с ликвидностью оставалась в целом умеренной, большинство СЗКО в апреле-августе по-прежнему выполняли требования по соблюдению НКЛ без включения в расчет числителя НКЛ дополнительных активов, в том числе БКЛ. В II квартале 2020 г. Банк России также запустил аукционы репо на сроки 1 месяц и 1 год, однако в тот период они не были востребованы участниками рынка.

⁵ В том числе три СЗКО открыли новые БКЛ.

На третьем этапе развития пандемии (III квартал 2020 г.) ситуация с ликвидностью была спокойной в условиях стабилизации финансовых рынков. Постепенно снижался отток ликвидности по каналу наличных денег (объем наличности в обращении в июле–сентябре увеличился на 0,4 трлн руб. после роста на 1,7 трлн руб. в первом полугодии текущего года), сократилась потребность кредитных организаций в уплате маржинальных взносов.

В то же время в банковском секторе продолжается накопление уязвимости, связанной с повышением доли краткосрочных источников фондирования. Отчасти это может быть связано с сохранением высокого уровня неопределенности в отношении эпидемической ситуации и связанных с ней рисков. Низкой привлекательности долгосрочных сбережений способствует также ценовая политика банков, предлагающих относительно невысокие премии к процентным ставкам по долгосрочным инструментам. В результате динамика значений норматива краткосрочной ликвидности СЗКО с начала II квартала 2020 г. находится устойчиво ниже уровней, наблюдавшихся в 2019 г. (рис. 12). Кроме того, это увеличивает подверженность банков процентному риску (см. подраздел 3.3 «Процентные риски банковского сектора»).

На фоне стабилизации ситуации с ликвидностью и роста предложения высоколиквидных активов на внутреннем рынке (см. подраздел 2.1 «Ситуация на российском долговом рынке») Банк России принял решение не продлевать после 30.09.2020 действие антикризисной меры, позволяющей СЗКО допускать снижение НКЛ ниже 100% из-за роста величины ожидаемого оттока денежных средств, вызванного изменением срочной структуры пассивов. Поскольку значения НКЛ отдельных кредитных организаций в II–III кварталах 2020 г. были ниже 100%, к 01.10.2020 увеличилась величина лимита БКЛ, включенная в расчет числителя НКЛ (совокупный максимальный лимит БКЛ СЗКО увеличился в сентябре на 0,8 трлн руб., до 2,6 трлн руб. к 01.10.2020). Вместе с тем до 31 марта 2021 г. будут сохранены льготные параметры БКЛ. Кредитные организации, испытывающие сложности при соблюдении НКЛ, должны осуществлять постепенную корректировку своего баланса в период действия льгот по БКЛ для обеспечения возможности в дальнейшем снизить зависимость от БКЛ для соблюдения норматива. С 1 апреля 2021 г. планируется повышение платы за право пользования БКЛ до прежнего уровня (с 0,15 до 0,5%), а также возвращение к графику сокращения индивидуальных лимитов БКЛ.

К концу года динамика факторов, влияющих на рублевую ликвидность банковского сектора, характеризуется разнонаправленными тенденциями. Так, бюджетные расходы сезонно смещены на последние недели года. При этом с октября в целях будущего финансирования бюджетных расходов происходит активное размещение Минфином России ОФЗ на первичном рынке, что приводит к оттоку ликвидности из банковского сектора. Кроме того, в октябре происходили крупные перечисления в бюджет средств за счет уплаты квартальных налогов клиентами банков. Операции репо Банка России сроком на 1 месяц предоставляют возможность кредитным организациям компенсировать текущие дисбалансы распределения ликвидности. В конце года проведение бюджетных расходов приведет к притоку средств на банковские счета, что позволит кредитным организациям впоследствии погасить задолженность по операциям репо и нейтрализует их влияние на ликвидность. Кроме того, Банк России ежедневно анализирует и учитывает динамику бюджетных расходов в прогнозе ликвидности банковского сектора. Поэтому в случае более раннего поступления бюджетных расходов в кредитные организации или при привлечении банками слишком большого объема ликвидности посредством операций репо Банк России абсорбирует избыточные средства с помощью депозитных аукционов. Это позволяет оперативно балансировать ситуацию с ликвидностью в каждый момент времени.

Валютная ликвидность

Ситуация с валютной ликвидностью на российском рынке в апреле–октябре оставалась спокойной. На фоне значительного запаса валютной ликвидности и стабильной динамики валютных пассивов кредитные организации не предъявляли спрос на инструменты Бан-

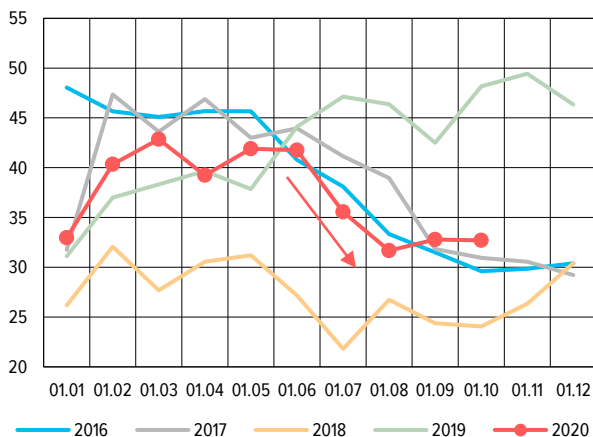
ка России по предоставлению валютной ликвидности, стоимость валютных заимствований на внутреннем рынке оставалась низкой. Однако на фоне снизившейся доходности на внешних рынках кредитные организации в отчетный период сократили запас ликвидной части валютных активов, что может в случае стресса увеличить их потребность в валютной ликвидности. В то же время, согласно результатам опроса, в среднесрочной перспективе крупнейшие банки не ожидают реализации рисков дефицита валютной ликвидности.

К началу пандемии запас валютной ликвидности банковского сектора находился на высоком уровне в результате роста ликвидной части иностранных активов в течение 2019 года. Это способствовало сохранению спокойной ситуации с валютной ликвидностью на российском финансовом рынке в период повышенной волатильности в марте 2020 года. В июне-июле на фоне нетто-покупок иностранной валюты со стороны нерезидентов произошло снижение объема валютных активов кредитных организаций. Одновременно в условиях низкой доходности на зарубежных рынках кредитные организации перераспределили часть ликвидных валютных активов в пользу менее ликвидных финансовых инструментов. За период с 01.06.2020 по 01.10.2020 банки сократили ликвидные валютные активы на 10,2 млрд долл. США, а их доля в общих валютных активах снизилась с 18 до 14%. Одновременно с этим кредитные организации увеличили валютное кредитование на 6,2 млрд долл. США, предоставив средства преимущественно экспортно ориентированным компаниям. Наибольшее снижение объема размещений в банках-нерезидентах за указанный период (8,7 из 9,1 млрд долл. США) осуществили системно значимые кредитные организации⁶.

Снижение ликвидных иностранных активов банковского сектора было характерно и для летних месяцев прошлых лет (рис. 13)⁷ и часто сопровождалось уменьшением буфера валютной ликвидности (валютной подушки), то есть разницы между ликвидными валютными активами и остатками на валютных счетах клиентов. В 2016–2018 гг. в условиях снижения валютной подушки рост дефицита валютной ликвидности происходил преимущественно в результате фактического оттока валютных депозитов нефинансовых организаций и населения.

ОСТАТКИ СРЕДСТВ НА КОРРЕСПОНДЕНТСКИХ И КРАТКОСРОЧНЫХ ДЕПОЗИТНЫХ СЧЕТАХ В БАНКАХ-НЕРЕЗИДЕНТАХ В ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЕ (МЛРД ДОЛЛ. США)

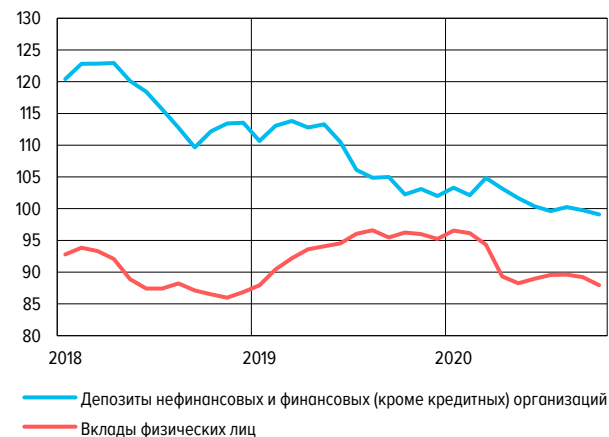
Рис. 13



Источник: форма отчетности 0409101.

ДИНАМИКА ВАЛЮТНЫХ ВКЛАДОВ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ И ДЕПОЗИТОВ НЕФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ В ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЕ (МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 14



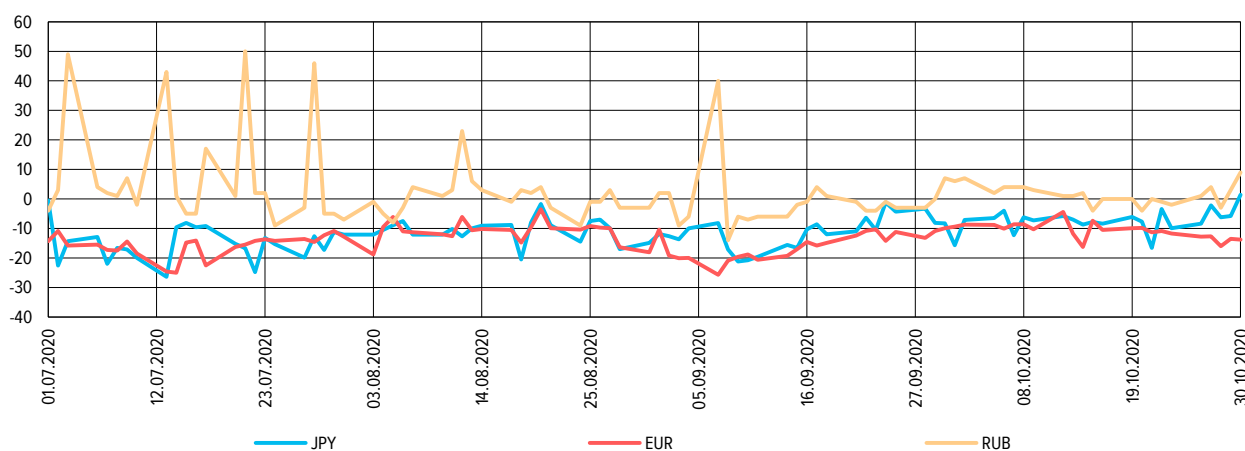
Источник: форма отчетности 0409101.

⁶ На долю СЗКО приходится около 68% объема ликвидных активов в иностранной валюте банковского сектора (30 млрд долл. США по состоянию на 01.10.2020).

⁷ За исключением 2019 г., когда приток валютных депозитов на фоне сокращения валютного кредитования нефинансовых организаций способствовал увеличению валютной подушки банков и сохранению благоприятной ситуации с валютной ликвидностью на валютном рынке.

СПРЕД ВМЕНЕННЫХ СТАВОК И СТАВОК МБК ПО РУБЛЮ, ЕВРО И ИЕНЕ НА СРОК 1 МЕСЯЦ
(б.п.)

Рис. 15



В II–III кварталах 2020 г. на фоне стабильной динамики остатков средств на валютных счетах клиентов в банковском секторе (рис. 14) сокращение запаса валютной ликвидности не повлияло на текущую ситуацию на финансовом рынке. Кросс-валютный спред по рублю в летние месяцы и сентябре 2020 г. не расширился более чем на 50 б.п., на европейском и японском рынках наблюдалась схожая ситуация (рис. 15).

Для оценки ситуации в среднесрочной перспективе Банк России провел опрос⁸ достаточности валютной ликвидности крупнейших кредитных организаций. Согласно результатам опроса, крупнейшие банки имеют достаточно валютной ликвидности для покрытия ожидаемого погашения обязательств в иностранной валюте на горизонте 1 год. Совокупный отрицательный гэп у банков, имеющих дефицит⁹, в течение IV квартала 2020 г. в соответствии с прогнозами банков не превысит 0,1 млрд долл. США.

Таким образом, в условиях нормализации величины запаса ликвидных активов в иностранной валюте, ситуация с валютной ликвидностью остается спокойной. Кроме того, риски дефицита валютной ликвидности банковского сектора по-прежнему являются ограниченными в результате существенно снизившейся в последние годы валютизации банковских балансов.

2.3. КОРПОРАТИВНЫЕ КРЕДИТНЫЕ РИСКИ

Динамика кредитования

С введением ограничительных мер в разных странах, в том числе в России, компании столкнулись с разрушением производственных цепочек и снижением спроса на товары и услуги. Это привело к сокращению операционных денежных потоков и возникновению кассовых разрывов, в связи с чем у компаний возросла потребность в заемных средствах на пополнение оборотных средств, заработную плату работникам и прочие нужды. Рост спроса на кредиты в период пандемии стал отличительной особенностью, которая не наблюдалась ни в 2015, ни в 2009 годах. В II–III кварталах 2020 г. прирост задолженности по корпоративному кре-

⁸ В сентябре-октябре Банк России провел ежегодный опрос 21 банка, в ходе которого респонденты предоставили информацию о наиболее вероятной динамике требований и обязательств в иностранной валюте в соответствии с собственным прогнозом (с учетом коррекции плановых сроков на ожидаемое досрочное погашение и/или пролонгацию кредитов, изъятие и/или продление депозитов).

⁹ Разница между ликвидными активами в иностранной валюте и погашаемыми обязательствами по банкам, у которых данная величина отрицательная.

дитному портфелю составил 6,1%¹⁰ по кредитам в рублях (4,3% в реальном выражении) и 4,7% по кредитам в иностранной валюте. Для сравнения: в II–III кварталах 2015 г. прирост задолженности составил 3,8% по кредитам в рублях (0,8% в реальном выражении) и -0,4% по кредитам в иностранной валюте.

Рост кредитования в иностранной валюте носит временный характер и не противоречит общему процессу девальютизации кредитных портфелей банков. С начала 2020 г. уровень задолженности по кредитам в иностранной валюте практически не изменился (увеличение на 0,9% с 1 января по 1 октября 2020 г.). Более 80%¹¹ прироста задолженности в иностранной валюте, наблюдавшегося в II–III кварталах 2020 г., пришлось на компании-экспортеры из нефтегазовой, горнодобывающей и химической отраслей.

Неоднозначная ситуация сложилась в кредитовании малого и среднего бизнеса, который оказался наиболее пострадавшим сектором в пандемию. Несмотря на то что задолженность по кредитам МСП растет (за II–III кварталы – на 10% с устранением фактора валютной переоценки), среднемесячный объем вновь предоставленных кредитов на 8% меньше соответствующего значения 2019 года. Поддержку кредитованию МСП оказали разработанные Правительством Российской Федерации льготные программы кредитования¹² с возможностью списания заемщиком долга¹³, а также программа льготного рефинансирования Банка России. Объем выданных кредитов в соответствии с программой под конечную ставку 0% на 11.11.2020 составил 75,2 млрд рублей. По программе под конечную ставку 2% для заемщика с начала апреля по 11 ноября было предоставлено кредитов на сумму 412,3 млрд рублей. В целом на обе программы в отдельные месяцы приходилось до 16% от объема предоставленных кредитов МСП. Банком России был введен временный механизм по поддержке кредитования субъектов МСП с установленным совокупным лимитом в размере 500 млрд рублей. В рамках данного механизма по состоянию на 1 октября был рефинансирован объем кредитов на сумму 475,4 млрд рублей.

Для поддержки кредитования крупных компаний также была запущена государственная программа¹⁴. В ее рамках за II–III кварталы 2020 г. было предоставлено кредитов на сумму 152,2 млрд рублей.

Росту кредитования способствовал переход Банка России к мягкой денежно-кредитной политике. Благодаря этому ставки по новым долгосрочным кредитам компаниям¹⁵ снизились с 9,01% в апреле до 6,81% в сентябре 2020 года. Снижение ключевой ставки Банка России отразилось на удешевлении стоимости обслуживания и существенной части кредитного портфеля. Это происходило как за счет реструктуризации кредитов с одновременным снижением процентной ставки (общий объем таких реструктуризаций составил около 2,1 трлн руб.¹⁶ за II–III кварталы 2020 г.), так и за счет снижения ставки по кредитам с плавающей процентной ставкой¹⁷. На рублевые кредиты с плавающей процентной ставкой приходится 10,9 трлн руб. задолженности¹⁸.

¹⁰ По данным формы отчетности 0409101.

¹¹ По данным формы отчетности 0409303.

¹² «Кредиты на зарплату под 0%» (постановление Правительства РФ от 02.04.20 № 422), «Кредиты под конечную ставку 2%» (постановление Правительства РФ от 16.05.2020 № 696).

¹³ Если предприятие сохраняет 90% сотрудников, кредит будет списан вместе с процентами, а если в штате останется не менее 80% работников, предприниматель должен будет вернуть только половину ссуды и процентов по ней.

¹⁴ «Кредиты на пополнение оборотных средств» (постановление Правительства РФ от 24.04.20 № 582).

¹⁵ Ставки по кредитам в рублях, предоставленным нефинансовым организациям на срок более 1 года.

¹⁶ По данным формы отчетности 0409303.

¹⁷ Со следующими типами плавающего/переменного компонента: MosPrime, ключевая ставка Банка России и их комбинации с прочими компонентами (инфляция, финансовое положение заемщика и другие).

¹⁸ Из них (на 01.10.2020) 10,3 трлн руб. – кредиты в рублях (почти 32% совокупного рублевого кредитного портфеля) и 0,6 трлн руб. – кредиты в иностранной валюте (4,8% совокупного кредитного портфеля в иностранной валюте).

В связи с тем что ставки по кредитам в течение этого года существенно снизились, Банк России принял решение о плановом завершении временного механизма поддержки кредитования субъектов МСП с лимитом в 500 млрд рублей. Задолженность банков перед Банком России по данному инструменту будет сокращаться постепенно в течение 12 месяцев.

Для поддержки кредитования компаний, производящих лекарственные средства, материалы и оборудование, Банк России до конца 2021 г. снизил требования к капиталу по кредитам таким предприятиям. Эта мера востребована банками. За девять месяцев с начала года прирост задолженности по кредитам фармацевтическим компаниям составил 23,1%.

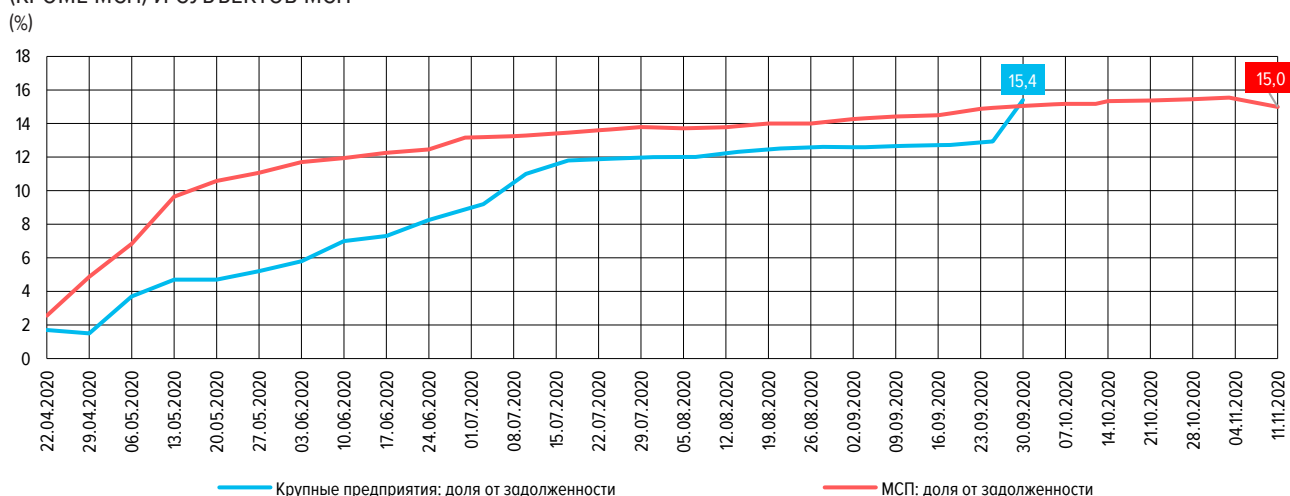
Реструктуризации кредитов

Такие события, как пандемия, носят системный характер и оказывают одновременное негативное воздействие на финансовое положение широкого круга компаний. Принимая это во внимание, Банк России рекомендовал банкам реструктурировать кредиты компаниям, чтобы заемщики смогли пройти через острую фазу замедления экономической активности и восстановить свое финансовое положение. Данная рекомендация действовала до 30 сентября 2020 г. и затем была продлена до 31 декабря 2020 года. С начала пандемии было реструктурировано¹⁹ 15,4% задолженности по кредитам крупных компаний и 15,0% по кредитам МСП (рис. 16).

Основной спрос на реструктуризации со стороны МСП пришелся на апрель-май, так как данные компании обладали меньшим запасом ликвидности и были наиболее уязвимы к снижению операционных денежных потоков. Крупные компании, имея больший запас прочности, обратились в банки за реструктуризацией кредитов в мае-июле. Однако часть реструктуризаций кредитов крупных компаний обусловлена пересмотром процентной ставки в сторону уменьшения.

Одновременно, с целью снижения давления на капитал банков, недопущения одномоментного увеличения резервов по кредитам, банкам было предоставлено право позже сформировать резервы по кредитам, в том числе реструктурированным, отвечающим требованиям писем Банка России. По кредитам, выданным крупным компаниям, резервы должны быть сформированы к 1 апреля 2021 г., по кредитам субъектам МСП – к 1 июля 2021 года. Кроме того, при классификации таких кредитов банки могут до 31 декабря 2020 г. использовать оценку финансового положения заемщика и качества обслуживания долга до начала пандемии. Данные меры

ДИНАМИКА ДОЛИ РЕСТРУКТУРИРОВАННОЙ ССУДНОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ ПО КРЕДИТАМ КРУПНЫХ КОМПАНИЙ (КРОМЕ МСП) И СУБЪЕКТОВ МСП Рис. 16



Источник: результаты мониторинга Банка России.

¹⁹ По данным мониторинга Банка России.

позволили отложить рост «плохих» долгов. Доля ссуд IV, V категорий качества за II–III кварталы снизилась на 0,4 п.п., до 10,7%²⁰. Для сравнения: в первой половине 2015 г. увеличение доли «плохих» ссуд составило 1,7 процентного пункта. По кредитам субъектам МСП доля ссуд IV, V категорий качества также снизилась на 0,4 п.п., до 17%

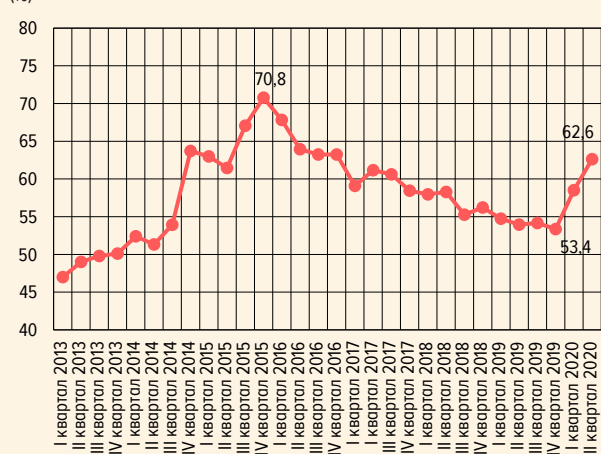
Врезка 4. Долговая нагрузка корпоративного сектора

С 2016 по 2019 г. долговая нагрузка нефинансовых компаний постепенно снижалась (уровень долга относительно ВВП за данный период снизился на 16 п.п.), однако по итогам шести месяцев 2020 г. наблюдается рост долга нефинансового сектора как в абсолютном выражении, так и относительно ВВП (на 14% и на 9,3 п.п. с начала года соответственно, рис. 17).

По данным Росстата, по итогам первого полугодия 2020 г. прибыль от продаж российских нефинансовых организаций¹ сократилась на 34% г/г. Основной вклад в снижение этого показателя внесли предприятия, относящиеся к гостиничному бизнесу и общественному питанию, которые зафиксировали убытки от продаж по итогам рассматриваемого периода, а также предприятия, занимающиеся транспортировкой и хранением (снижение прибыли от продаж на 69% г/г), и предприятия из отрасли добычи полезных ископаемых (снижение прибыли от продаж на 54% г/г).

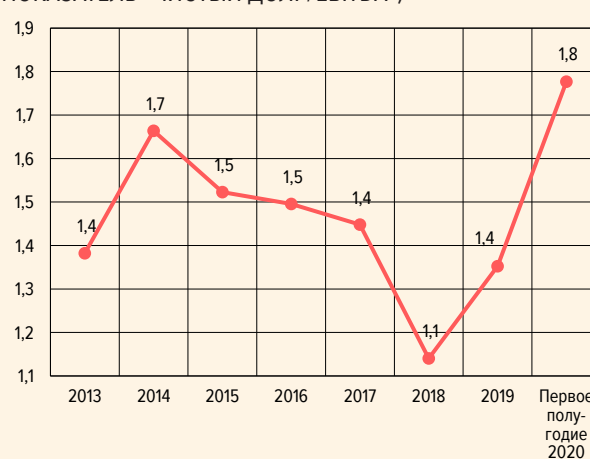
Несмотря на то что общая долговая нагрузка нефинансового сектора существенно не выделяется относительно других стран с формирующимися рынками², высокая концентрация корпоративного долга на небольшом количестве крупнейших заемщиков (порядка 37% совокупного долга нефинансового сектора приходится на 92 крупнейшие компании, рост на 4 п.п. с конца 2016 г.) может являться источником системного риска. При этом долговая нагрузка вышеуказанных крупнейших компаний, оцениваемая по показателю «Чистый долг/ЕБИТДА», растет с 2019 г., а в результате пандемии в первом полугодии 2020 г. этот рост ускорился, и показатель достиг значения 1,8х (рис. 18, у 12% компаний долговая нагрузка выросла в диапазоне от 5 до 25%, у 16% компаний – в диапазоне от 26 до 100%, у 8% компаний – более чем на 100%). В совокупности это говорит об увеличении рисков для российского банковского сектора.

УРОВЕНЬ ДОЛГА НЕФИНАНСОВЫХ КОМПАНИЙ
ОТНОСИТЕЛЬНО ВВП
(%)



Источники: Росстат, Банк России.

Рис. 17 ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА 92 КРУПНЕЙШИХ
НЕФИНАНСОВЫХ КОМПАНИЙ (АГРЕГИРОВАННЫЙ
ПОКАЗАТЕЛЬ «ЧИСТЫЙ ДОЛГ/ЕБИТДА») Рис. 18



Источник: S&P Capital IQ.

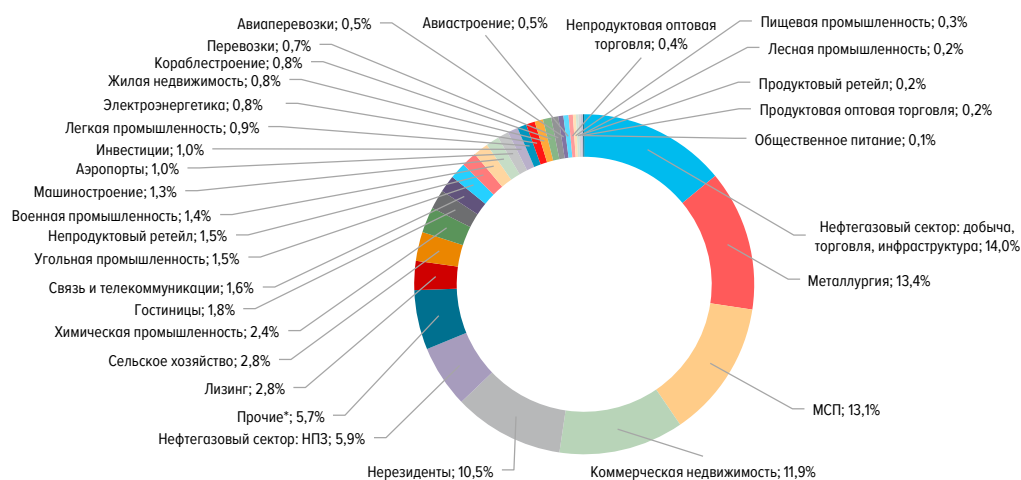
¹ За исключением предприятий, вид деятельности которых относится к финансовой и страховой деятельности, профессиональной, научной и технической деятельности, к государственному управлению и обеспечению военной безопасности, к образованию, деятельности домашних хозяйств, деятельности в области здравоохранения и к административной деятельности.

² Долговая нагрузка нефинансового сектора Российской Федерации ниже, чем в Китае и Чили, на 78 и 34 п.п. соответственно и выше, чем в Турции и Индии, на 12 и 35 п.п. соответственно. Источник: данные БМР.

²⁰ По данным формы отчетности 0409115.

Рис. 19

СТРУКТУРА РЕСТРУКТУРИРОВАННОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ ПО КРЕДИТАМ ПРЕДПРИЯТИЙ (%)



* Под «прочими» понимаются кредиты заемщикам прочих отраслей величиной менее 1 млрд руб., а также займы органам государственной власти субъектов Российской Федерации и органам местного самоуправления городских округов.

Источник: данные формы отчетности 0409303 по 33 крупнейшим по размеру активов кредитным организациям.

Совокупный объем реструктурированных кредитов компаниям, в том числе малым и средним предприятиям, составляет 5,8 трлн руб. на 1 октября 2020 года²¹. Наибольший объем реструктуризаций приходится на малый и средний бизнес, а также на крупные компании из следующих отраслей: добыча нефти и газа, включая производство нефтепродуктов, металлургическое производство, коммерческая недвижимость, сельскохозяйственные и лизинговые компании (рис. 19).

В дальнейшем динамика качества кредитного портфеля будет в первую очередь определяться качеством реструктурированных кредитов, способностью заемщиков восстановить свое финансовое положение.

Малый и средний бизнес

Вынужденная приостановка деятельности МСП вследствие ограничительных мер негативно сказалась на финансовом положении небольших предприятий. По оценкам Росстата, оборот малых компаний (без микропредприятий) в первом полугодии 2020 г. снизился на 6% г/г и составил 11,6 трлн рублей. Сильнее всего пострадали гостиничный бизнес, туристические компании и отрасль общественного питания.

Во время пандемии резко упал [спрос на услуги гостиниц](#). В начале II квартала 2020 г. заполняемость отелей в Москве составила 12–18% против 53% годом ранее, а в Санкт-Петербурге – 15% вместо 66% годом ранее²². В августе наметилась положительная тенденция: в Москве загрузка увеличилась на 8 п.п., а в Санкт-Петербурге – на 10 п.п. по сравнению с июнем, однако относительно 2019 г. прибыль с номера снизилась на 76,6 и 82,4% соответственно.

По итогам II квартала доля туристических компаний, зафиксировавших падение спроса на их услуги, увеличилась на 64 п.п. по сравнению с предыдущим годом, более 150 компаний обанкротились²³. В III квартале ситуация немного улучшилась за счет развития внутренних направлений – доля компаний, отметивших увеличение спроса на их услуги, увеличилась на 3 п.п. г/г. Однако в сентябре наблюдалось падение входящих платежей туристических агентств и прочих организаций, что говорит о снижении спроса. По оценкам Ростуризма, показатели туристической отрасли могут восстановиться к весне 2021 г. при активном развитии внутреннего туризма.

²¹ Без учета кредитов, реструктурированных только в связи с пересмотром процентной ставки в сторону снижения.

²² По оценкам компании «РосинвестОтель».

²³ По данным Единого Федерального реестра туроператоров.

По данным Росстата, индекс физического объема оборота общественного питания по всей России достиг минимальных значений в апреле и мае, составив 47,4 и 47,1% г/г соответственно. В июне отрасль стала восстанавливаться, и в сентябре значение индекса достигло 86% г/г благодаря частичному снятию ограничений. Согласно прогнозу ФРИО²⁴, ожидается, что за 2020 г. ресторанный рынок упадет до 50%. В отрасли больше внимания будет уделяться безопасности персонала и посетителей, также будут развиваться гибридные форматы взаимодействия и онлайн-технологии.

Регуляторные и административные послабления, а также федеральные и региональные субсидии на время ограничений для особо пострадавших отраслей и МСП в целом предотвратили более глубокое падение сектора. В пакет мер поддержки вошли субсидии, кредитные каникулы, налоговые льготы, снижение страховых взносов, моратории на банкротство и штрафные санкции по государственным контрактам. Дополнительно к федеральным мерам [Правительство Москвы приняло три пакета мер](#) (24 марта, 31 марта и 26 мая) общей стоимостью около 85 млрд рублей, в которые вошли отсрочка по арендной плате и дополнительные субсидии для гостиниц и предприятий общественного питания.

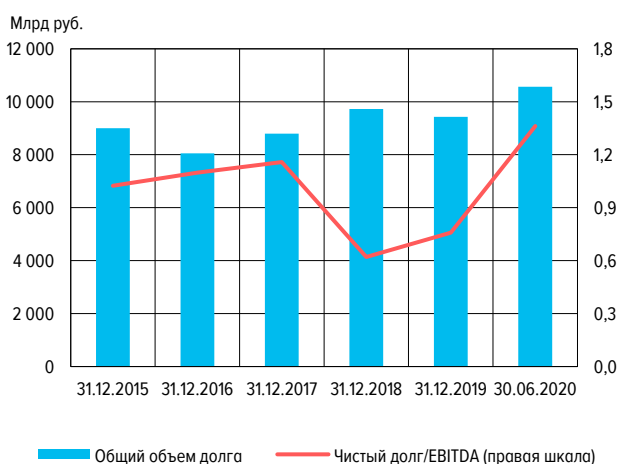
Тем не менее, по данным Единого реестра субъектов МСП, на начало сентября общее количество предприятий сократилось на 240 тыс., или на 3,6% г/г, до 5,6 млн единиц. По сравнению с предыдущим годом динамика сокращения числа МСП ускорилась втрое. Падение доходов предприятий увеличивает вероятность их банкротства, что повышает риски банков по кредитам МСП. Риски банковского сектора по кредитам таким компаниям ограничены, доля кредитов составляет 0,3% (доля МСП из сферы гостиничного бизнеса, туризма и общественного питания) в общем корпоративном портфеле.

Нефтегазовая отрасль

Совокупный объем реструктурированных кредитов нефтегазовым компаниям за период с 20 марта по 1 октября составляет 860 млрд рублей²⁵. В условиях распространения коронавирусной инфекции ситуация на рынке нефти остается неопределенной, мировые цены на нефть находятся под давлением. Отраслевой индекс нефти и газа Московской Биржи показал снижение на 33% с начала текущего года (индекс Московской Биржи в целом за аналогичный период снизился на 13%)²⁶. В то же время крупнейшие российские компании нефтегазовой от-

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА КРУПНЕЙШИХ НЕФТЕГАЗОВЫХ КОМПАНИЙ

Рис. 20



Источник: S&P Capital IQ.

РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ И КОЭФФИЦИЕНТ ПОКРЫТИЯ ПРОЦЕНТОВ КРУПНЕЙШИХ НЕФТЕГАЗОВЫХ КОМПАНИЙ

Рис. 21



Источник: S&P Capital IQ.

²⁴ Федерация рестораторов и отельеров России.

²⁵ По данным формы отчетности 0409303.

²⁶ По состоянию на 30.10.2020.

расли обладают достаточным уровнем финансовой устойчивости: несмотря на рост долговой нагрузки, рассчитанный как коэффициент «Чистый долг/ЕБИТДА», с 0,8х до 1,4х²⁷, она остается на приемлемом уровне (меньше 2х) (рис. 20). Также остается приемлемым (более 2х) уровень покрытия процентов операционной прибылью, несмотря на снижение рентабельности: 7х – в первом полугодии текущего года (11,7х – по итогам 2019 г.) (рис. 21)²⁸. На устойчивость крупнейших российских нефтегазовых компаний указывает сохранение оценок международных рейтинговых агентств.

В связи с сохранением неопределенности на рынке нефти многие российские нефтегазовые компании пересмотрели свои инвестиционные программы в сторону снижения капитальных затрат. По оценке Bloomberg, в 2020 г. крупнейшие компании нефтегазового сектора будут вынуждены оптимизировать часть своих капитальных затрат и сократить их на 11% по сравнению с предыдущим годом²⁹. Это окажет поддержку финансовому положению компаний и позволит своевременно обслуживать банковские кредиты.

Врезка 5. Ситуация на мировом нефтяном рынке и ее влияние на добычу в России

Спрос

По данным IHS Markit, в II квартале 2020 г. было отмечено рекордное падение спроса на нефть – на 16,4 млн баррелей в сутки (г/г), что обусловлено введением карантинных ограничений. По итогам III квартала 2020 г. наблюдается частичное восстановление спроса: глобальный спрос на нефть составил 92,3 млн баррелей в сутки, снизившись на 9,9 млн баррелей в сутки (г/г) (рис. 22).

Предложение

В II–III кварталах 2020 г. мировая добыча нефти сократилась на 8,5 и 9,5 млн баррелей в сутки (г/г), до 91,8 и 90,8 млн баррелей в сутки (г/г) соответственно, в результате успешной реализации соглашений в рамках новой сделки ОПЕК+, сокращения добычи нефти в США, а также естественного снижения добычи в прочих странах. По данным Международного энергетического агентства (МЭА), страны ОПЕК+ в мае выполнили сделку по сокращению добычи на 89%, в июне – на 108%, в июле и августе – на 89 и 98% соответственно, а в сентябре – на 103%.

Мировые цены

С конца июня мировые котировки нефти стабилизировались на уровне 40–45 долл. США за баррель (рис. 23). Вместе с тем замедление темпов восстановления спроса на нефтяное сырье на фоне повторного роста числа заболевших во многих странах может оказать давление на цены на нефть в краткосрочной перспективе.

Перспективы отрасли

По прогнозам IHS Markit, сокращение глобального спроса на нефть по итогам всего 2020 г. может составить рекордные 10,5 млн баррелей в сутки (г/г)¹ (рис. 24), что обусловлено значительным падением потребления в II квартале и последующими более медленными темпами восстановления спроса. Приведенная оценка может оказаться оптимистичной с учетом роста заболеваемости COVID-19 по всему миру и введения новых карантинных ограничений в ряде стран.

ОПЕК в октябре понизила прогноз по уровню спроса на нефть в IV квартале 2020 г. на 218 тыс. баррелей в сутки, а в ноябре – еще на 1,2 млн баррелей в сутки. В результате соглашения ОПЕК+ мировая добыча нефти в 2020 г., по прогнозам IHS Markit, сократится на 6,7 млн баррелей в сутки (г/г) с последующим ростом на 1,8 млн баррелей в сутки (г/г) по итогам 2021 года.

Сокращение добычи нефти в России

Добыча нефти в России по итогам II и III кварталов 2020 г., по данным IHS Markit², снизилась на 1,1 и 1,5 млн баррелей в сутки соответственно относительно предыдущего года в связи с соглаше-

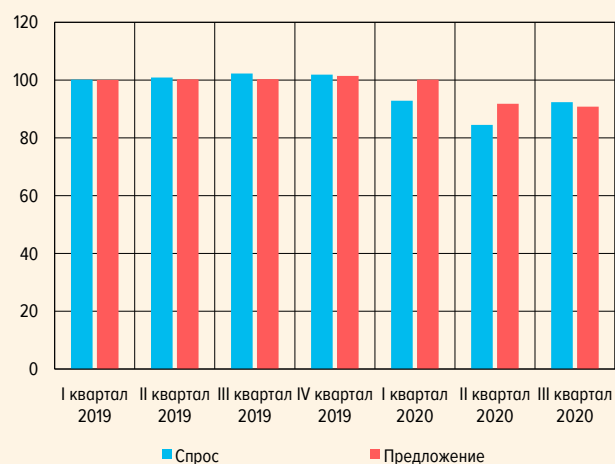
¹ По данным IHS Markit на 16.11.2020.

² Данные IHS Markit по добыче нефти в России приведены с учетом газового конденсата.

²⁷ По итогам первого полугодия 2020 года.

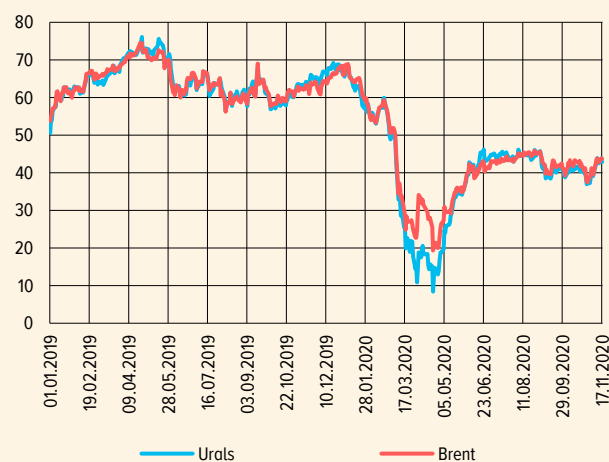
²⁸ По данным восьми крупнейших российских нефтегазовых компаний.

²⁹ По данным семи крупнейших российских нефтегазовых компаний.

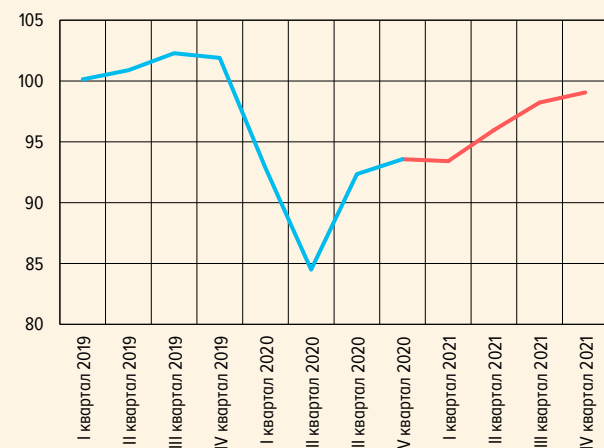
ГЛОБАЛЬНЫЙ СПРОС И ПРЕДЛОЖЕНИЕ НА НЕФТЬ (ЖИДКИЕ УГЛЕВОДОРОДЫ)
(МЛН БАРРЕЛЕЙ В СУТКИ)

Источник: IHS Markit.

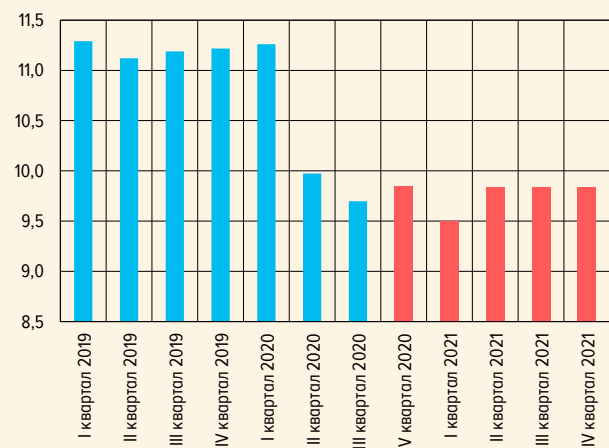
ДИНАМИКА ЦЕН НА НЕФТЬ МАРОК BRENT И URALS (ДОЛЛ. США ЗА БАРРЕЛЬ)



Источники: Bloomberg, Thomson Reuters.

ПРОГНОЗ ПО ВОССТАНОВЛЕНИЮ СПРОСА НА НЕФТЬ (ЖИДКИЕ УГЛЕВОДОРОДЫ) ДО 2021 ГОДА
(МЛН БАРРЕЛЕЙ В СУТКИ)

Источник: IHS Markit.

ДОБЫЧА НЕФТИ В РОССИИ
(МЛН БАРРЕЛЕЙ В СУТКИ)

Источник: IHS Markit.

ниями в рамках сделки ОПЕК+. По данным МЭА, в мае-сентябре 2020 г. Россия выполнила условия сделки в среднем на 97%. В августе на фоне послаблений по сокращению добычи российские компании смогли нарастить добычу нефти до 9,8 млн баррелей в сутки по сравнению с 9,3 млн баррелей в сутки в июне-июле. В целом по итогам 2020 г. добыча нефти в России может снизиться на 1 млн баррелей в сутки, до 10,2 млн баррелей в сутки, или на 9% (г/г)³ (рис. 22).

³ По данным IHS Markit.

Независимые производители нефтепродуктов

Объем реструктурированных кредитов нефтеперерабатывающим заводам (НПЗ) составил 365 млрд рублей³⁰. Ухудшение финансового положения НПЗ было связано со снижением спроса на нефтепродукты в России на фоне пандемии. По данным Министерства энергетики Российской Федерации, объем первичной переработки нефти на НПЗ за январь-сентябрь 2020 г. снизился на 4% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, наибольшее снижение в годовом выражении пришлось на июль-август 2020 года.

³⁰ По данным формы отчетности 0409303.

ОБЪЕМЫ НАЧИСЛЕНИЙ (ОТЧИСЛЕНИЙ) ДЕМПФЕРА ДЛЯ НЕЗАВИСИМЫХ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ НЕФТЕПРОДУКТОВ В 2020 ГОДУ (млрд руб.) Табл. 8

	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Август	Сентябрь
Демпфирующий коэффициент (Кдемп)	20,7	2,3	(10,5)	(34,2)	(41,1)	(96,5)	(42,6)	(34,2)	(29,3)

Источник: Минфин России.

Более того, возможное снижение экспортных цен на нефть и, как следствие, сохранение обратного механизма работы демпфера могут также усугубить финансовое положение компаний отрасли российской нефтепереработки. В соответствии с данными Минфина России, с января по сентябрь 2020 г. нефтеперерабатывающие компании были вынуждены сделать отчисления в бюджет в рамках демпфера в размере 265 млрд руб. (табл. 8), что может оказать негативное влияние на маржинальность нефтепереработки. Это увеличивает риски банков по кредитам нефтеперерабатывающим компаниям.

Коммерческая недвижимость

Значительный объем реструктурированных кредитов (730 млрд руб.³¹) приходится на компании коммерческой недвижимости. Для отрасли, кроме рисков, связанных с увеличением вакантных площадей, также сохраняются валютные риски, поскольку около 25% задолженности номинировано в иностранной валюте.

В сегменте офисной недвижимости ситуация в краткосрочном периоде более благоприятная: несмотря на массовый перевод сотрудников на удаленную работу, большинство крупных компаний продолжают арендовать офисы класса А, и в целом доля вакантных площадей остается существенно ниже уровня 2015–2016 годов.

За первое полугодие 2020 г. запрашиваемые ставки аренды были стабильны. Для офисов класса А показатель составил порядка 25,1 тыс. руб./м²/год, что на 0,4% больше, чем по итогам 2019 г.; для класса В – 16,6 тыс. руб./м²/год (уменьшение на 1,2%). Ожидается умеренное снижение текущих уровней ставок из-за сокращения спроса. Тенденция оптимизации затрат на содержание офиса будет расти – прогнозируется рост числа сделок по пересогласованию условий договора с возвратом части занимаемых площадей, ротация арендаторов в зданиям классом ниже, а также рост предложения субаренды.

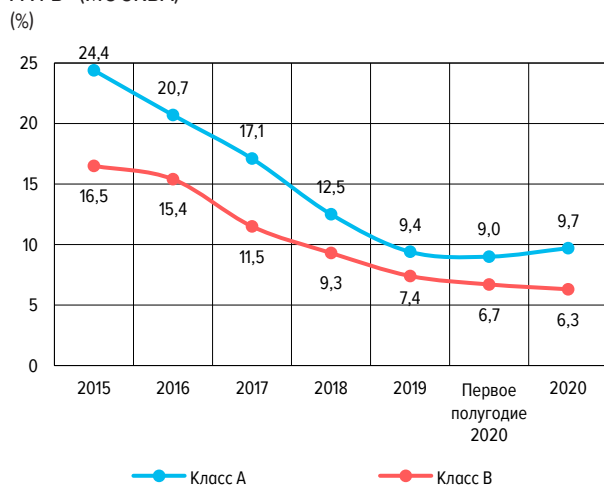
По прогнозам аналитиков, по итогам 2020 г. ожидается небольшой рост вакантных площадей, но, с учетом текущей эпидемической ситуации в Москве, этот рост вероятно ускорится³². В среднесрочной перспективе последствия распространения новой коронавирусной инфекции приведут к структурным изменениям в отрасли: введенные карантинные меры во время пандемии заставили многие организации пересмотреть концепцию работы в офисе. В настоящее время в соответствии с решением московских властей компании оставляют существенную часть сотрудников для работы из дома до конца 2020 года. В случае сохранения концепции работы из дома компании начнут пересматривать свои подходы к определению необходимых офисных площадей, что приведет к увеличению свободных офисов.

Сегмент торговой недвижимости в большей степени испытывает негативное влияние пандемии: прогнозируются существенный рост доли вакантных помещений и снижение ставок аренды. Уровень вакантных площадей в торговых центрах Москвы за первое полугодие 2020 г. существенно не изменился и составил 10,2%, что на 1,1 п.п. выше показателя конца 2019 года. Востребованные торговые центры сохраняют заполняемость, тогда как в объектах, испыты-

³¹ По данным формы отчетности 0409303.

³² По данным консалтинговой компании Knight Frank, по итогам 2020 г. прогнозируется рост доли свободных в Москве офисов класса А до уровня 9,7% (на конец 2019 г. – 9,0%), а в классе В ожидается умеренное снижение – до уровня около 6,3% (на конец 2019 г. – 7,4%).

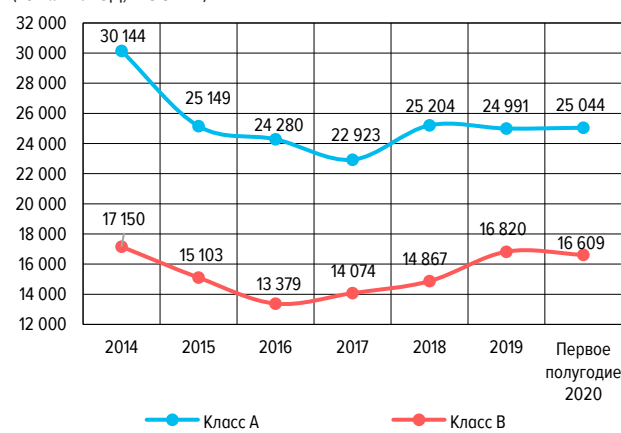
ДОЛЯ ВАКАНТНЫХ ПЛОЩАДЕЙ ОФИСОВ КЛАССОВ А И В* (МОСКВА) Рис. 26



* Без учета операционных расходов и НДС.

Источник: консалтинговая компания Knight Frank.

ДИНАМИКА СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫХ ЗАПРАШИВАЕМЫХ СТАВОК АРЕНДЫ НА ОФИСЫ КЛАССОВ А И В, НОМИНИРОВАННЫХ В РОССИЙСКИХ РУБЛЯХ* (РУБ./М²/ГОД, МОСКВА) Рис. 27



* Без учета операционных расходов и НДС.

Источник: консалтинговая компания Knight Frank.

вавших сложности еще до распространения пандемии, уровень свободных площадей может увеличиться на 25–30 п.п., особенно в случае ухудшения эпидемической ситуации.

Правительство Российской Федерации в период острой фазы развития пандемии приняло ряд мер³³ поддержки арендаторов и арендодателей в торгово-развлекательных центрах. В частности, владельцам недвижимости была предоставлена отсрочка по налогу на имущество и земельному налогу за 2020 г., если они в свою очередь дали арендаторам отсрочку по платежам за найм торговых площадей.

В долгосрочной перспективе существенное влияние на изменение ставок аренды окажет объем товарооборота, на базе которого рассчитывается большинство ставок аренды в торговых центрах, и товарооборот скорректируется на фоне сокращения покупательской способности населения. Еще одним негативным фактором станет изменение предпочтений потребителей: рост онлайн-продаж, появление новых торговых форматов (например, дарксторы³⁴). Как и в предыдущие кризисные периоды, можно ожидать пересмотра арендных условий и снижения ставок аренды, прежде всего в менее качественных торговых центрах. Это указывает на сохраняющийся уровень кредитных рисков по требованиям банков к компаниям торговой недвижимости.

Авиационная отрасль

Авиационная отрасль испытывает очень существенное негативное влияние пандемии. Вместе с тем на компании, связанные с воздушной перевозкой пассажиров, и аэропорты приходится относительно небольшая часть реструктурированных кредитов (94,3 млрд руб.³⁵). Столь малая величина реструктурированных кредитов объясняется небольшим объемом³⁶ прямого кредитования со стороны банковского сектора – основной долг авиакомпаний сформирован обязательствами перед лизингодателями (на 1 июля 2020 г. доля лизингового портфеля по авиационному транспорту в совокупном лизинговом портфеле составляет 17,1%³⁷; оценка

³³ Федеральный закон от 01.04.2020 № 98-ФЗ и постановление Правительства РФ от 03.04.2020 № 439, постановления Правительства РФ от 02.04.2020 № 409 и от 16.05.2020 № 699.

³⁴ Даркстор (Dark store) – помещение, где хранят товары и собирают заказы для онлайн-магазинов.

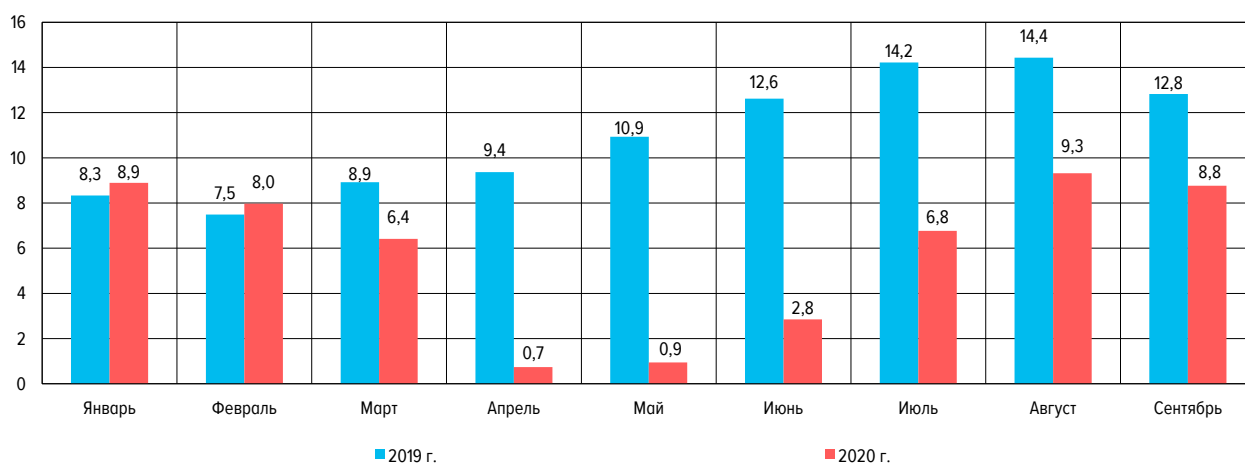
³⁵ По данным формы отчетности 0409303.

³⁶ На 1 августа 2020 г. на авиакомпании (деятельность воздушного транспорта, подчиняющегося и не подчиняющегося расписанию) приходилось 0,5% корпоративного кредитного портфеля (по данным агрегированной банковской формы отчетности 0409303).

³⁷ По данным АО «Эксперт РА».

КОЛИЧЕСТВО ПЕРЕВЕЗЕННЫХ ПАССАЖИРОВ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
ЗА ДЕВЯТЬ МЕСЯЦЕВ 2019–2020 ГОДОВ

Рис. 28



Источник: Федеральное агентство воздушного транспорта.

влияния пандемии на положение лизинговых компаний приведена в подразделе 2.5 «Риски некредитных финансовых организаций в условиях пандемии»). При этом влияние на банки может являться значительным за счет кредитования лизинговых компаний, в том числе входящих с банками в одну финансовую группу.

Минимальный объем перевезенных пассажиров был зафиксирован в апреле – 739 тыс. чел. (в 13 раз меньше, чем в апреле 2019 г., рис. 28). С мая 2020 г., когда в ряде регионов начали ослабевать карантинные меры, динамика перевезенных пассажиров стала расти. Всего за девять месяцев 2020 г. в России было перевезено 52,7 млн пассажиров, что на 47% меньше, чем за аналогичный период годом ранее. При этом объемы внутренних перевозок (8,6 млн человек) российскими компаниями в августе 2020 г. увеличились на 3,8% г/г³⁸, сделав российский рынок первым в мире³⁹, на котором зафиксирован рост с начала пандемии (для сравнения: в Китае объем внутренних перевозок в августе 2020 г. снизился на 19,1% г/г⁴⁰). В сентябре положительная динамика внутренних авиаперевозок продолжалась, количество перевезенных пассажиров на внутренних линиях увеличилось на 6,2% г/г. Снижение цен на авиабилеты вместе с ростом внутреннего туризма (доля внутренних авиаперевозок в России значительно меньше, чем в других странах, что говорит о потенциале роста, особенно в период закрытия внешних границ) были основными факторами, способствовавшими положительному сдвигу. Тем не менее окончание сезона отпусков, рост количества заболевших новой коронавирусной инфекцией с конца сентября текущего года могут замедлить увеличение объема внутренних перевозок.

Распространение новой коронавирусной инфекции и, как следствие, приостановка большинства мировых полетов привели к тому, что количество самолетов на стоянке в мире в марте-апреле достигло рекордного уровня.

Практически полное отсутствие международного авиасообщения в первой половине 2020 г., а также введенные карантинные меры существенно повлияли на объемы авиаперевозок в крупнейших аэропортах Российской Федерации. По итогам сентября 2020 г. падение пассажиропотока составило 25% г/г, дополнив существенное падение объемов перевозок, ко-

³⁸ По данным Росавиации.³⁹ По данным IATA.⁴⁰ По данным IATA.

торое было зафиксировано весной-летом текущего года⁴¹. Снижение объемов авиаперевозок и пассажиропотока, которые являются ключевыми факторами формирования выручки аэропортов, значительно влияет на их финансовое положение.

В России принят ряд мер поддержки отечественных авиакомпаний и аэропортов. Росавиация одобрила предоставление субсидий авиакомпаниям на погашение расходов за коммерческие перевозки⁴², выполненные с февраля по июнь 2020 г., на общую сумму 11,7 млрд руб., а также предоставление субсидий российским аэропортам на сумму 8,67 млрд руб. на частичную компенсацию расходов в связи со снижением их доходов из-за падения объемов пассажирских перевозок за период с апреля по июль 2020 года⁴³. Росавиацией подготовлены и направлены на межведомственное согласование предложения об увеличении срока действия программы субсидирования до сентября 2020 г. включительно. Также крупнейшие российские авиакомпании, включенные в перечень системообразующих предприятий, могут рассчитывать на льготные кредиты на пополнение оборотных средств в размере не более 3 млрд руб. на срок до 12 месяцев⁴⁴. В конце октября текущего года Ассоциация эксплуатантов воздушного транспорта (АЭВТ) обратилась в Правительство Российской Федерации с просьбой о предоставлении дополнительных субсидий в размере 50 млрд рублей.

Основными проблемами отрасли в 2020–2021 гг. станут избыток авиапарка, значительный рост долговой нагрузки, изменение сроков по лизинговым и долговым обязательствам, а также дополнительные меры, связанные с эпидемической безопасностью. Все вышеперечисленные факторы будут влиять на финансовое положение авиаперевозчиков и, как следствие, увеличивать кредитные риски банков. В условиях основных текущих проблем отрасли дальнейшая финансовая устойчивость авиакомпаний во многом будет определяться объемом государственной поддержки.

Таким образом, ситуация с качеством реструктурированных кредитов значительно различается по видам деятельности заемщиков. Восстановить финансовое положение труднее всего будет компаниям из пострадавших отраслей, особенно тем, на чью привычную бизнес-модель пандемия оказала наибольшее влияние: коммерческая недвижимость, авиаперевозки, гостиничный бизнес, туризм, малый и средний бизнес. Объем кредитов, который был реструктурирован данной группе компаний, составляет 5,7%⁴⁵ совокупного корпоративного кредитного портфеля (в том числе 2,2%, приходящиеся на кредиты МСП) и в случае необходимости может быть покрыт банками как за счет прибыли 2020 г., так и за счет накопленного запаса капитала, который превышает 5,9 трлн руб. (14,0% корпоративного кредитного портфеля⁴⁶). Компании из сырьевых отраслей смогут легче перенести последствия пандемии, в том числе благодаря восстановлению цен на сырьевые товары (в случае отсутствия негативных тенденций в IV квартале 2020 г.). Поэтому по реструктурированным кредитам, предоставленным данной группе компаний, не ожидается существенного увеличения доли «плохих» ссуд.

В целом банки обладают достаточным запасом капитала, который позволяет признавать потери по кредитам. Значительная часть временных регулятивных послаблений, которые Банк России ввел для поддержки заемщиков и кредитования, действует до конца 2020 – середины 2021 года. При этом важно, чтобы признание потерь по невозвратным кредитам

⁴¹ Так, по данным Международной ассоциации аэропортов, снижение пассажиропотока крупнейших российских аэропортов в апреле составило 91% г/г, в мае – 90% г/г. В июне, после снятия карантинных ограничений в регионах страны, снижение составило 75% г/г, в июле – 45% г/г, в августе – 28% г/г.

⁴² Постановление Правительства РФ от 13.05.2020 № 661.

⁴³ Постановление Правительства РФ от 03.06.2020 № 813.

⁴⁴ Постановление Правительства РФ от 24.04.2020 № 582.

⁴⁵ По данным мониторинга Банка России.

⁴⁶ По данным формы отчетности 0409115.

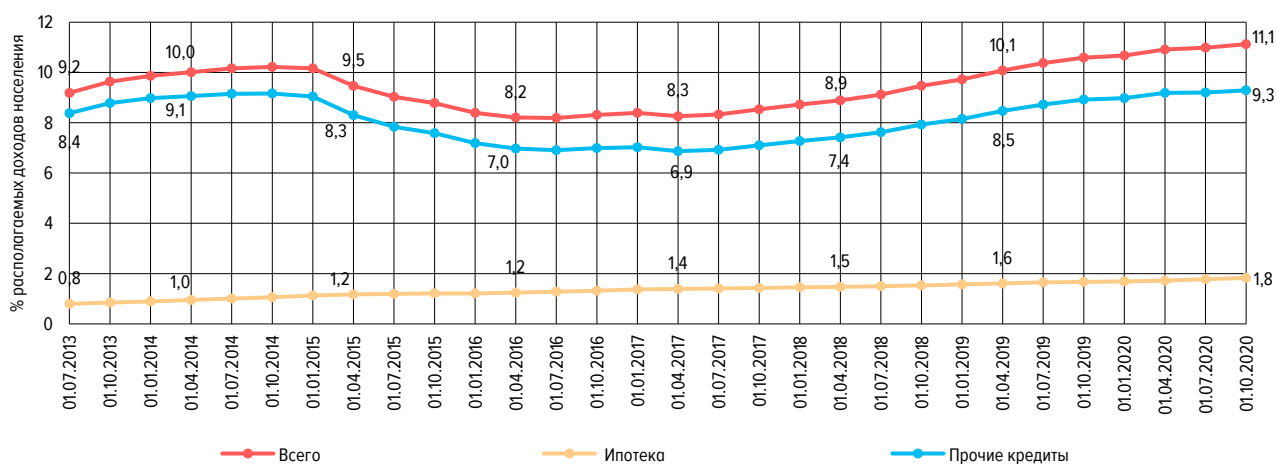
ДИНАМИКА НАКОПЛЕННЫХ ТЕМПОВ РОСТА ЗАДОЛЖЕННОСТИ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В 2020 Г.
И СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫХ СТАВОК ВЫДАЧ ПО КРЕДИТАМ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ

Рис. 29



ПОКАЗАТЕЛЬ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ НАСЕЛЕНИЯ

Рис. 30



не откладывалось на длительный срок, так как это может приводить к появлению «зомби-заемщиков» и препятствовать кредитованию эффективных компаний.

2.4. РИСКИ РОЗНИЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ

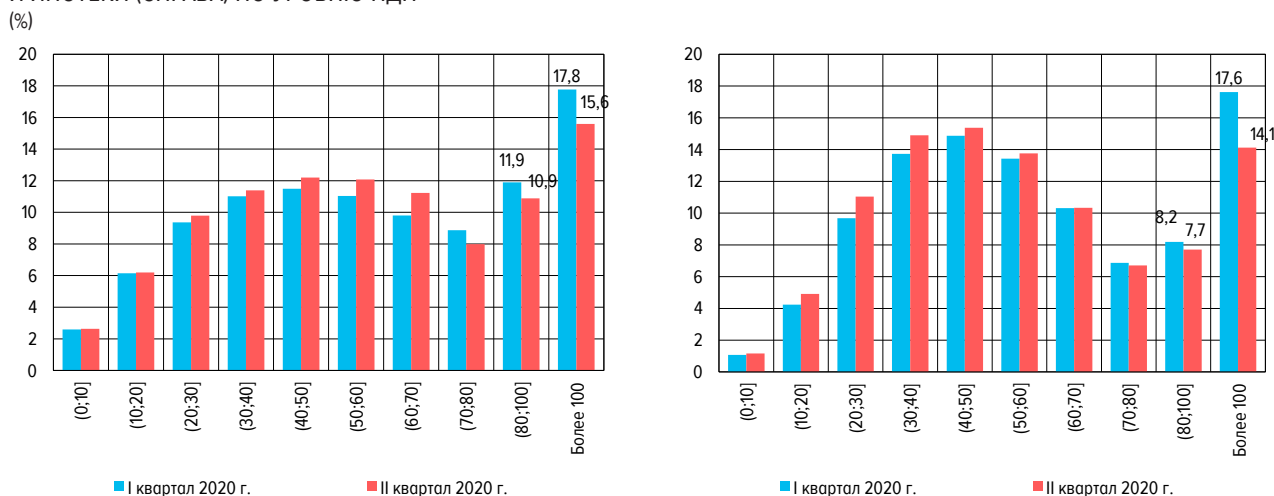
Динамика кредитования и долговой нагрузки граждан

Пандемия и последующее введение ограничительных мер в II квартале текущего года оказали негативное влияние на розничный сегмент кредитования. Спрос на необеспеченные потребительские кредиты снизился, что отразилось в уменьшении в II квартале количества заявок на кредиты на 14% по сравнению с I кварталом 2020 года⁴⁷. В то же время государственная программа субсидирования ипотечной ставки поддержала спрос на ипотеку, количество заявок в II квартале увеличилось на 19% по сравнению с I кварталом 2020 года. Кредитная активность в розничном сегменте восстановилась уже в III квартале 2020 г., и локомотивом восстановления кредитования выступила ипотека. Восстановлению кредитования способствовали государственная программа субсидирования процентных ставок до уровня 6,5% годовых,

⁴⁷ По данным ежеквартального обследования Банка России.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ОБЪЕМА ПРЕДОСТАВЛЕННЫХ НЕОБЕСПЕЧЕННЫХ КРЕДИТОВ (СЛЕВА)
И ИПОТЕКИ (СПРАВА) ПО УРОВНЮ ПДН

Рис. 31



на которую пришлось около трети всех предоставленных ипотечных кредитов в III квартале, переход к мягкой денежно-кредитной политике, позволивший снизить уровень процентных ставок по ипотеке на 1,3 п.п., до 7,3%, за II–III кварталы и на 0,7 п.п., до 14,2%, по необеспеченным потребительским кредитам, а также смягчение карантинных мер и постепенное восстановление экономической активности.

Несмотря на замедление розничного кредитования из-за относительно более медленного роста располагаемых доходов, в II–III кварталах продолжился рост долговой нагрузки населения на макроуровне: платежи по кредитам достигли 11,1% от денежных доходов.

Сокращение объемов выдач сопровождалось сохранением кредитными организациями в условиях макроэкономического шока стандартов кредитования на уровне начала 2020 года. Средний уровень долговой нагрузки заемщиков по вновь предоставленным в II квартале ипотечным кредитам составил 57%; по крупнейшему сегменту необеспеченного потребительского кредитования – кредитам наличными – 59%. Существенная доля предоставляемых кредитов с долговой нагрузкой заемщиков более 80% (26,3% по кредитам наличными и 21,8% по ипотечным кредитам, предоставленным в II квартале 2020 г.) объясняется как наличием теневых доходов, которые не могут быть подтверждены заемщиком и банком при расчете ПДН, так и еще не полностью налаженным банками техническим процессом расчета ПДН – например, за счет использования справок о доходах заемщика из Пенсионного фонда России или цифрового профиля гражданина. Несмотря на это, потенциальный рост долговой нагрузки населения продолжает оставаться ключевым источником уязвимости банковского сектора, и макропруденциальная политика Банка России по-прежнему направлена на предотвращение этого избыточного роста.

Реструктуризации и кредитные риски

Кредитное качество портфеля реструктурированной задолженности физических лиц в настоящее время выступает ключевым риск-фактором для розничных банков и существенным риск-фактором для финансового состояния универсальных банков. В целом по банковскому сектору объем портфеля по реструктурированным кредитам на 3 ноября 2020 г. достиг 801 млрд руб., что соответствует 4,1% задолженности населения по кредитам. Реструктурировано 3,1% задолженности по ипотечным кредитам, 5,2% – по необеспеченным потребительским кредитам.

Несмотря на сохраняющуюся неопределенность относительно качества реструктурированного портфеля, ряд опережающих индикаторов указывает на умеренный уровень потерь

ДИНАМИКА ДОЛИ РЕСТРУКТУРИРОВАННОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ
(% ПОРТФЕЛЯ)

Рис. 32

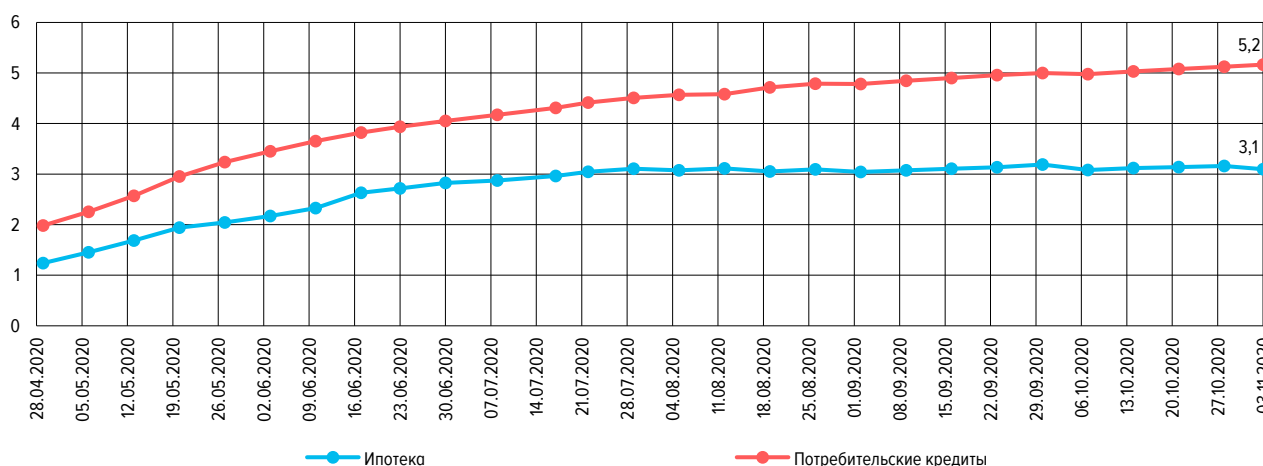
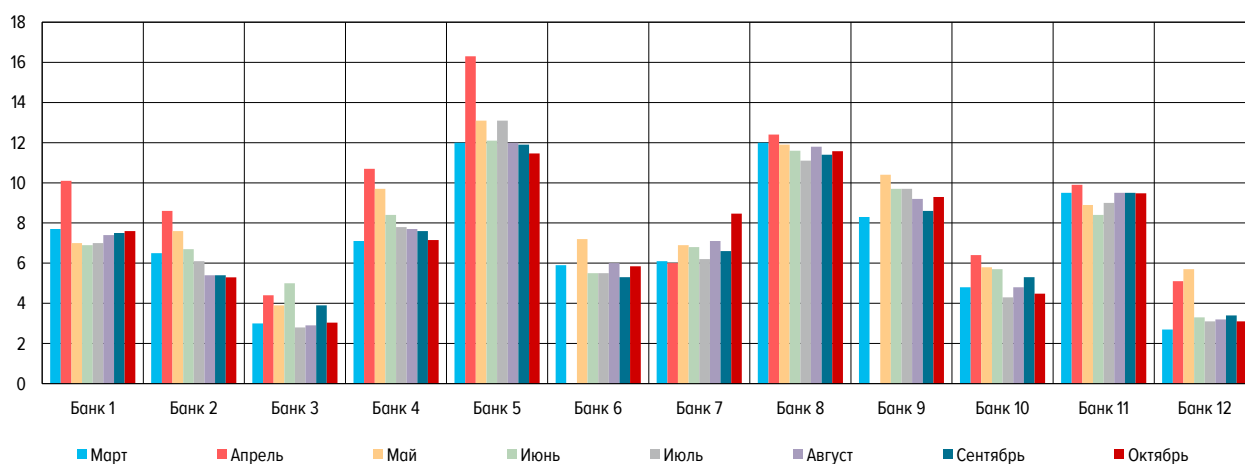
ДИНАМИКА КОЭФФИЦИЕНТА ВЫХОДА В ПЕРВУЮ ПРОСРОЧКУ* ПО НЕОБЕСПЕЧЕННЫМ КРЕДИТАМ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ
(%)

Рис. 33



* Доля кредитов, допустивших первую просрочку по кредиту в течение отчетного периода.

кредитных организаций по окончании программ кредитных каникул. Так, начиная со второй половины июня наметился спад количества вновь поступающих обращений граждан на проведение реструктуризации кредитов как по закону, так и по собственным программам кредитных организаций. Еженедельное количество обращений к ноябрю снизилось до 27 тыс. единиц против 150 тыс. единиц в мае.

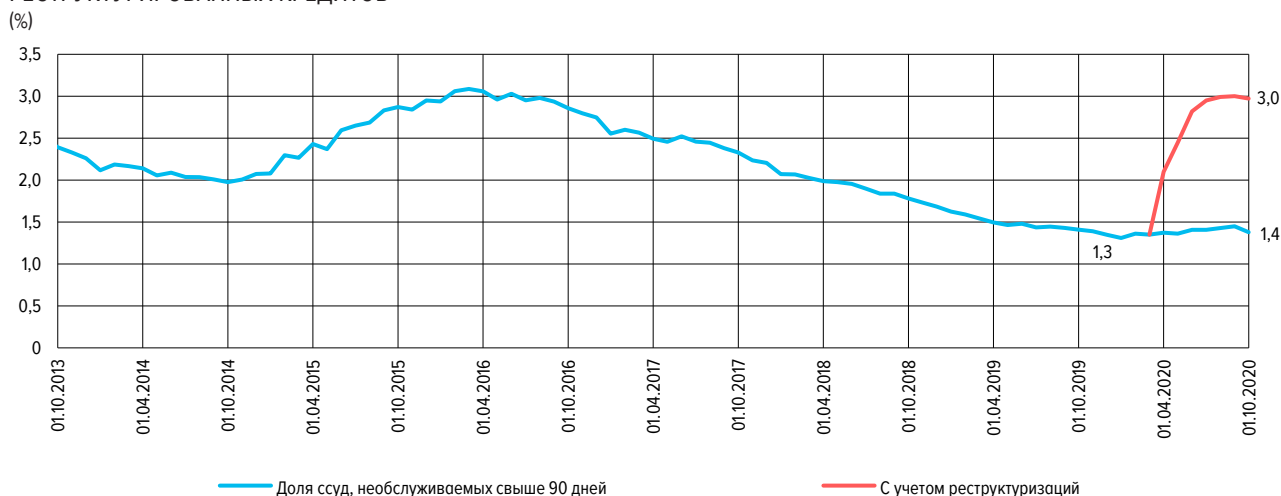
Снижение спроса на реструктуризацию было вызвано общим улучшением макроэкономического фона в июне–сентябре 2020 г., что также увеличило платежную дисциплину заемщиков. Так, у большинства крупнейших розничных банков начиная с июля 2020 г. зафиксировано снижение частоты выхода заемщиков в группу допустивших первую просрочку по кредиту относительно значений, наблюдавшихся до пандемии (рис. 33).

Макропруденциальные меры Банка России

В период реализации рисков по розничным кредитам Банк России активно использовал имеющиеся инструменты макропруденциального регулирования для купирования рисков финансовой стабильности. Для того чтобы рост резервов по кредитам сверх долгосрочного уровня не оказывал негативного влияния на нормативы достаточности капитала банков, были

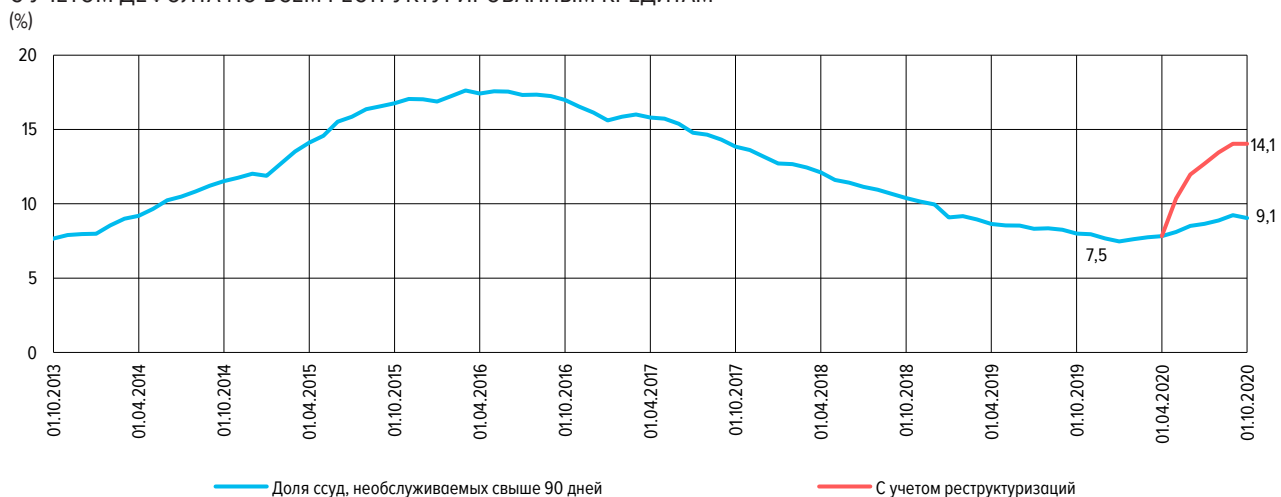
ДИНАМИКА ДОЛИ НЕОБСЛУЖИВАЕМЫХ ИПОТЕЧНЫХ ССУД, В ТОМ ЧИСЛЕ С УЧЕТОМ ДЕФОЛТА ПО 50% РЕСТРУКТУРИРОВАННЫХ КРЕДИТОВ

Рис. 34



ДИНАМИКА ДОЛИ НЕОБСЛУЖИВАЕМЫХ НЕОБЕСПЕЧЕННЫХ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ССУД, В ТОМ ЧИСЛЕ С УЧЕТОМ ДЕФОЛТА ПО ВСЕМ РЕСТРУКТУРИРОВАННЫМ КРЕДИТАМ

Рис. 35



распущены накопленные буферы капитала. По ипотечным кредитам накопленный макропруденциальный буфер капитала в размере 126 млрд руб. (1,6% от общего портфеля на дату роспуска буфера) был полностью распущен. В отличие от ипотечного сегмента, в необеспеченном потребительском кредитовании расформирование накопленного макропруденциального буфера было частичным и осуществлено по мере признания банками потерь по кредитам. Данная мера вступила в действие с 1 сентября 2020 г. и позволила высвободить капитал кредитных организаций в размере 168 млрд руб. (1,8% от общего портфеля на 1 сентября 2020 г.).

Банк России в II–III кварталах также осуществлял контрциклическое смягчение требований к капиталу банков по вновь предоставляемым ипотечным и необеспеченным потребительским кредитам, снижая макропруденциальные надбавки к коэффициентам риска. Эти меры были приняты для компенсации снижения доходов населения во время действия ограничительных мер, которое приводит к временному увеличению показателя долговой нагрузки заемщика и более высоким требованиям к капиталу банков. Надбавки по ипотечным кредитам с низким первоначальным взносом были снижены с 1 апреля и теперь зависят от значений ПДН заемщиков. Также в сентябре вступили в силу изменения в Инструкцию Банка России № 199-И, которыми предусмотрено применение более низких значений коэффициентов ри-

ска для ипотечных кредитов в зависимости от значений ПДН и LTV по кредиту. Это позволило снизить совокупный коэффициент риска по вновь предоставляемым ипотечным кредитам с 127 до 76%⁴⁸ для банков, использующих стандартизированный подход при расчете нормативов достаточности капитала. Указанные меры призваны стимулировать рост ипотечного кредитования за счет заемщиков с низким уровнем долговой нагрузки.

Надбавки по вновь предоставленным необеспеченным потребительским кредитам были снижены с 1 сентября. Наибольшее снижение было осуществлено по кредитам с ПДН менее 50%. Это будет способствовать восстановлению потребительского кредитования за счет заемщиков с низким уровнем долговой нагрузки.

Макропруденциального буфера по необеспеченным потребительским кредитам, накопленного в 2016–2019 гг. в период циклически низких кредитных рисков, достаточно для покрытия потерь даже в случае дефолта заемщиков по всем реструктурированным кредитам. По ипотечным кредитам макропруденциальный буфер капитала покрывает дефолт половины заемщиков с реструктурированными кредитами.

В целом положительный опыт применения инструмента макропруденциальных надбавок в 2020 г. подтвердил необходимость реализуемой на протяжении 2016–2019 гг. стратегии по накоплению буферов капитала кредитными организациями. В дальнейшем Банк России планирует продолжать придерживаться контрциклической макропруденциальной политики в сегменте кредитования физических лиц и осуществлять постепенное расформирование буферов капитала в случае продолжения роста стоимости кредитного риска.

2.5. РИСКИ НЕКРЕДИТНЫХ ФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ В УСЛОВИЯХ ПАНДЕМИИ

Влияние пандемии на положение страховых компаний, НПФ, брокеров

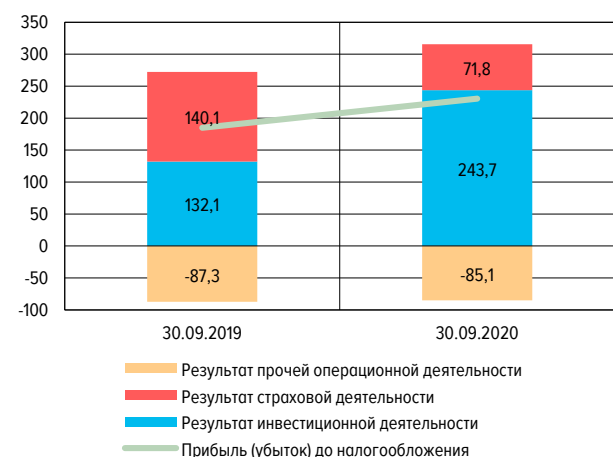
В условиях пандемии сохранялось устойчивое положение страховых компаний, НПФ и брокеров. Угроза реализации кредитного риска для НФО не носит системного характера ввиду поддержания кредитного качества активов на достаточно высоком уровне. Существенным риском для некредитных финансовых организаций выступает рыночный риск, способный реализоваться при повторении периодов рыночной волатильности на фондовом рынке.

По итогам девяти месяцев 2020 г. прибыль страхового сектора (до налогообложения) выросла на четверть (+24,6%), до 230,4 млрд рублей. При этом структура финансового результата менялась неоднородно. В частности, убыток от операций по страхованию жизни увеличился в 4,6 раза, до -89,6 млрд руб. за девять месяцев 2020 г., по сравнению с аналогичным периодом 2019 г. (что в значительной степени обусловлено выплатами по старым договорам страхования жизни); результат от операций по страхованию иному, чем страхование жизни, наоборот, показал рост на 1,1%, до 161,4 млрд руб., за девять месяцев 2020 года. Обеспечить прирост чистой прибыли удалось во многом за счет доходов страховщиков от инвестиционной деятельности (значительный прирост показали доходы по операциям с иностранной валютой), которые увеличились на 84,5%, до 243,7 млрд руб. (рис. 36).

Структура доходных активов страховщиков претерпела незначительные изменения. Так по итогам девяти месяцев 2020 г. страховщики снизили долю вложений в депозиты (-4,0 п.п.), при этом увеличив вложения в корпоративные облигации (+1,3 п.п.) и акции (+0,5 п.п.), а также нарастив остаток денежных средств (+1,0 п.п.) (рис. 37). Порядка 60% активов страхового рынка стабильно размещено в инструменты высокого кредитного качества (с суверенным рейтингом и выше по шкале Moody's). Доля активов с рейтингом в пределах двух ступеней ниже суверенного рейтинга превышала 82%.

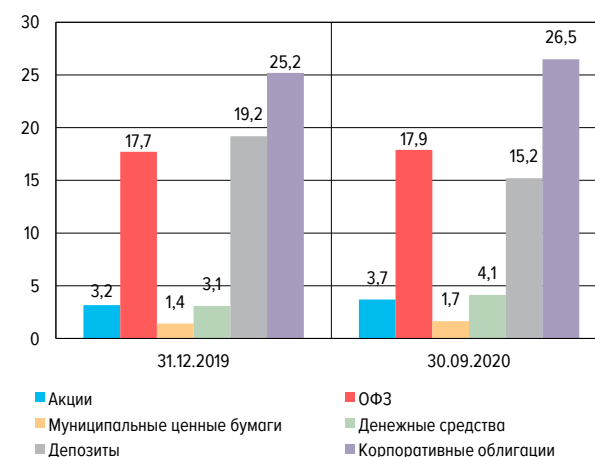
⁴⁸ Оценка проведена на данных по ипотечным кредитам, предоставленным в I–II кварталах 2020 года.

ФОРМИРОВАНИЕ ПРИБЫЛИ СТРАХОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ ЗА ПЕРИОД С 30.09.2019 ПО 30.09.2020
(МЛРД РУБ.)



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

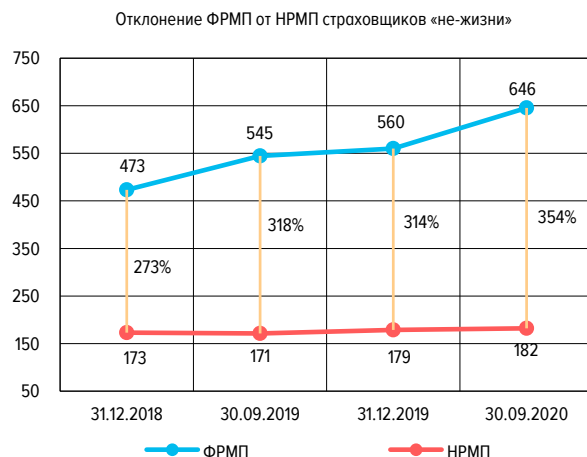
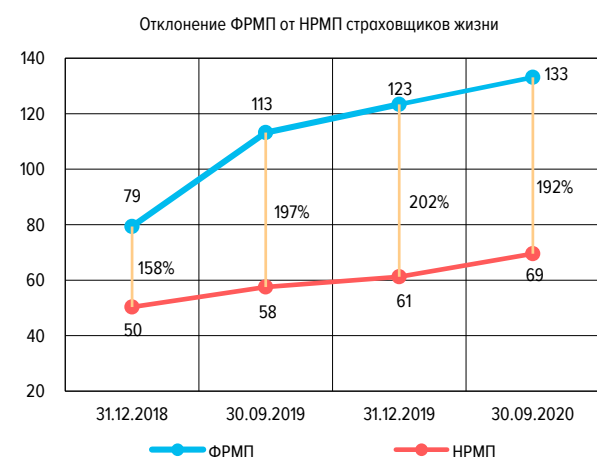
СТРУКТУРА ПОРТФЕЛЯ СТРАХОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ ПО АКТИВАМ
(%)



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

ОТКЛОНЕНИЕ ФРМП ОТ НРМП СТРАХОВЩИКОВ ЖИЗНИ И «НЕ-ЖИЗНИ»
(МЛРД РУБ.)

Рис. 38



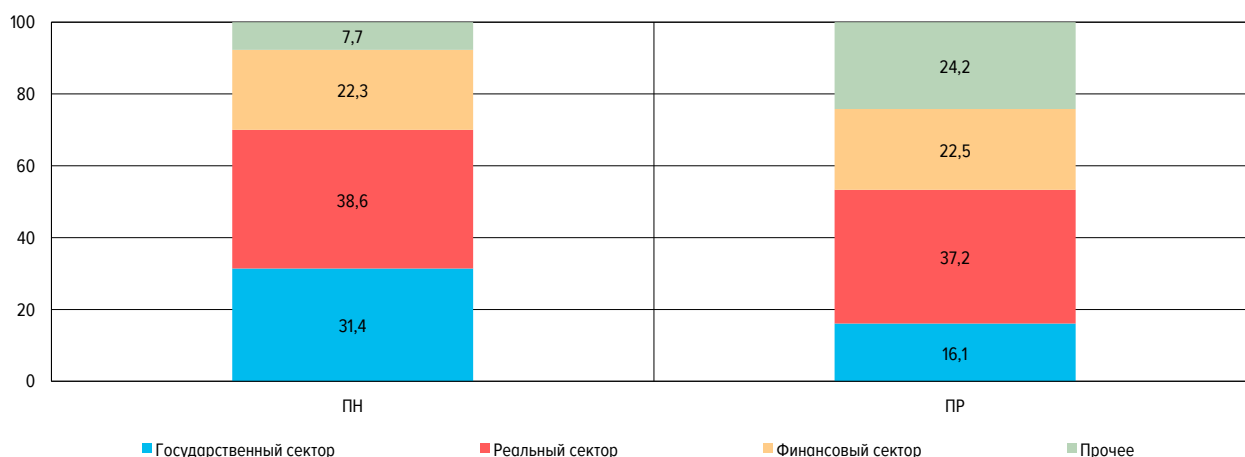
Примечание: ФРМП – фактический размер маржи платежеспособности; НРМП – нормативный размер маржи платежеспособности.
Источник: данные надзорной отчетности страховщиков (по форме 0420156).

Обеспеченность капиталом страхового сектора за девять месяцев 2020 г. возросла. Наблюдался рост фактического размера маржи платежеспособности как у страховщиков жизни, так и у страховщиков «не-жизни» (рис. 38).

Рынок НПФ также уверенно преодолел период повышенной волатильности. Значительные колебания цен на фондовом рынке и негативные эффекты от пандемии не привели к реализации системных рисков в отрасли. При этом влияние существенного роста волатильности финансовых рынков на портфели пенсионных накоплений (ПН) и пенсионных резервов (ПР) НПФ было ограниченным ввиду значительной доли долговых инструментов в структуре активов фондов и снижения Банком России ключевой ставки. Незначительное снижение стоимости портфелей пенсионных средств НПФ, которое наблюдалось в I квартале 2020 г., в II–III кварталах 2020 г. нивелировалось приростом стоимости пенсионных средств НПФ на 4,5%, увеличившись до 4397 млрд рублей. При этом прирост объема портфеля пенсионных накоплений (ПН) составил 3,9%, увеличившись до 2934 млрд руб., портфеля пенсионных резервов (ПР) – 5,6%, до 1463 млрд рублей. Средневзвешенная доходность инвестирования средств ПН НПФ и размещения средств ПР НПФ по итогам первого полугодия 2020 г. возвратилась к положительным значениям, составив 6,4 и 6,4% годовых соответственно.

СТРУКТУРА ПОРТФЕЛЕЙ ПН И ПР НПФ ПО СЕКТОРАМ ЭКОНОМИКИ (%)

Рис. 39



Источник: данные надзорной отчетности спецдепозитариев (по формам 0420864, 0420865).

Несмотря на период повышенной волатильности, НПФ продолжают придерживаться консервативной стратегии инвестирования: основная доля вложений НПФ приходится на корпоративные облигации (54,4 и 47,8% в портфелях ПН и ПР соответственно) – преимущественно среднесрочные облигации ведущих российских корпораций реального сектора (рис. 39). При этом на фоне положительной динамики фондового рынка в II–III кварталах 2020 г. прирост стоимости вложений в данный тип инструментов составил 2,4 и 1,3 п.п. в ПН и ПР соответственно. Тенденция улучшения кредитного качества портфелей пенсионных средств НПФ сохраняется: доля активов с суверенным рейтингом и выше («Ваа3» и выше по шкале Moody's⁴⁹) по итогам III квартала составила более 78,4 и 58,7%⁵⁰ портфеля ПН и ПР соответственно. Таким образом, на текущий момент кредитный риск не несет системной угрозы для рынка НПФ.

В условиях снижающихся процентных ставок для страховщиков жизни и НПФ, чьи обязательства носят долгосрочный характер, возрастает риск «реинвестирования» – несоответствия доходов по реинвестированным под более низкие процентные ставки активам и существующим обязательствам. Доходность портфеля долговых инструментов страховых организаций и НПФ по состоянию на 30.09.2020 снизилась (по сравнению с доходностью портфеля на 31.12.2019)⁵¹. Кроме того, страховщики могут испытывать давление на собственные средства, а НПФ – на доходность портфелей ПН и ПР в результате несоответствия между дюрацией активов и сроками обязательств, поскольку дюрация страховых и пенсионных обязательств, как правило, длиннее, нежели инвестиционных активов, приобретенных страховыми организациями и НПФ⁵². Для минимизации данных рисков страховщики и НПФ адаптируют свои инвестиционные портфели, управляя дюрацией активов. Так, на 30.09.2020 страховщики и НПФ старались зафиксировать доходность за счет небольшого наращивания дюрации облигационного портфеля (по сравнению с дюрацией на 31.12.2019).

Обратный эффект низкие процентные ставки оказали на **рынок брокерских услуг** (в части некредитных финансовых организаций). С начала 2020 г. наблюдается активный приток но-

⁴⁹ При расчете использованы рейтинги Moody's Investors Service, Standard and Poor's, Fitchratings, АО «Эксперт РА», АКРА, переведенные в шкалу Moody's.

⁵⁰ Без учета инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов.

⁵¹ Доходность к погашению (к оферте) портфеля рублевых облигаций страховых организаций на 30.09.2020 составила 5,4% (на 31.12.2019 – 6,6%), доходность к погашению (к оферте) рублевых облигаций ПН и ПР на 30.09.2020 составила 6,1 и 5,9% соответственно (на 31.12.2019 – 6,8 и 6,7% соответственно).

⁵² Например, дюрация долговых портфелей ПН и ПР принимает значения 3,2 и 2,9 (на 30.09.2020), а пик выплат по обязательствам ПН, в рамках проведенного Банком России моделирования (см. [Обзор финансовой стабильности за II–III кварталы 2019 года](#)), приходится на 2040–2050 годы.

вых клиентов, рассчитывающих на более высокую доходность альтернативных финансовых инструментов в сравнении с текущими ставками депозитов (подробнее см. раздел 3.2 «Риски, связанные с перетоком сбережений из депозитов на фондовый рынок»). Объем клиентских средств брокерских компаний с начала года по 1 октября 2020 г. увеличился на 20%, до 6,2 трлн рублей. На фоне активизации клиентов совокупный доход брокерских компаний за аналогичный период составил 16 млрд руб., что превышает показатель прошлого года на 4%. Основными статьями дохода были выручка от оказания услуг и комиссионные доходы, а также инвестиционные доходы брокеров.

Влияние пандемии на положение лизинговых компаний

Замедление деловой активности в связи с пандемией новой коронавирусной инфекции оказало существенное влияние на лизинговую отрасль. Значительная часть клиентов лизинговых компаний – это предприятия из наиболее пострадавших секторов (авиаперевозки, грузоперевозки, малый бизнес в целом). По итогам II квартала 2020 г. годовые темпы прироста рынка после нескольких лет роста существенно замедлились – до 9% (против 23% годом ранее)⁵³.

Для оценки текущего влияния пандемии COVID-19 на лизинговый сектор Банк России в сентябре 2020 г. провел сбор информации среди крупнейших лизинговых компаний (ЛК)⁵⁴. При этом в опросе не учитывался сегмент авиационного лизинга с учетом заявленных индивидуальных мер поддержки авиакомпаний Правительством Российской Федерации. Согласно опросу, с апреля по август 2020 г. реструктуризация проведена по 23% лизингового портфеля и удовлетворено 88% объема заявок.

Снижение притока денежных средств у лизингодателей, в том числе из-за реструктуризаций, создает трудности с обслуживанием задолженности по привлеченным средствам, которые составляют до 60% валовых расходов ЛК (68 млрд руб. с апреля по август 2020 г.). Однако с учетом того, что 53% банковских кредитов приходится на лизингодателей, аффилированных с кредитными организациями, риски возникновения трудностей по погашению кредитов лизинговыми компаниями оцениваются как незначительные. В свою очередь общий объем облигаций лизингового сектора в обращении по состоянию на 30 сентября 2020 г. составил 713 млрд руб., из них только 12% должны быть погашены на горизонте 1–2 лет⁵⁵, при этом половина из них приходится на лизинговые компании, связанные с государством и кредитными организациями, что позволяет сделать вывод о невысоком уровне риска ликвидности лизинговых компаний.

В целях поддержки лизинговых компаний и их клиентов в апреле 2020 г. Банк России предоставил банкам право временно не формировать дополнительные резервы на возможные потери по реструктурируемым кредитам лизингодателей, не снижать оценку их финансового положения и не ухудшать качество обслуживания долга. Объем реструктурированных кредитов, выданных лизинговым компаниям 14 крупнейшими банками, на конец сентября 2020 г. составил 108 млрд руб., или 7% от их совокупного объема. По сведениям крупнейших ЛК, спрос с их стороны на реструктуризации составил 123 млрд руб., в то время как фактические реструктуризации достигли 114 млрд руб. (удовлетворено 93% объема заявок). Еще одной мерой Банка России в период пандемии стало включение в мае 2020 г. лизинговых компаний в перечень заемщиков, чьи кредиты могут быть рефинансированы банками в рамках механизма предоставления льготных кредитов (по ставке 2,25% годовых).

С учетом ухудшения эпидемической ситуации в IV квартале 2020 г., по оценкам некоторых лизинговых компаний, реструктуризации лизинговых договоров могут составить около тре-

⁵³ По данным ежеквартального исследования лизингового сектора, проводимого Банком России.

⁵⁴ Получена обратная связь от 29 лизинговых компаний, на которые приходится две трети лизингового портфеля рынка. Это третий этап сбора сведений – предыдущие были проведены в мае и июне 2020 года.

⁵⁵ По данным информационного агентства «Cbonds».

ти лизингового портфеля к концу года. На этом фоне приобретает еще большую актуальность проблема прозрачности и наличия объективной отраслевой статистики по лизингу, оценке рисков, отражаемой в финансовой отчетности лизингодателей. Решению указанных проблем будет содействовать реформа лизингового рынка; соответствующий проект федерального закона находится на рассмотрении в Государственной Думе.

3. ПОТЕНЦИАЛЬНЫЕ НОВЫЕ УЯЗВИМОСТИ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА В СРЕДНЕСРОЧНОМ И ДОЛГОСРОЧНОМ ПЕРИОДЕ

3.1. РИСКИ БУМА НА РЫНКЕ НЕДВИЖИМОСТИ

Ипотечное кредитование в России имеет существенный потенциал к росту. На 1 апреля 2020 г. только у 7,9 млн человек¹ была задолженность по ипотечному кредиту. Задолженность по ипотеке составляет лишь 7,4% от ВВП, что ниже уровня стран «Группы двадцати» и стран Восточной Европы². Качество ипотечного кредитного портфеля российских банков исторически высокое (доля «плохих» ссуд составила 1,4% на 1 октября 2020 г.). Ипотечному кредитованию отведена роль одного из драйверов реализации национальной цели по улучшению жилищных условий россиян. Однако важно обеспечить, чтобы рост кредитования был сбалансированным, поддерживался ростом доходов населения и не приводил к формированию ценовых «пузырей» на рынке жилой недвижимости и к закредитованности населения. В среднесрочном периоде данные риски представляются маловероятными. В случае необходимости для купирования рисков несбалансированного роста ипотечного кредитования в будущем Банк России может использовать макропруденциальные инструменты.

Рост цен на рынке недвижимости в 2020 году

В III квартале 2020 г. индекс цен на первичном рынке недвижимости увеличился на 9,4% в годовом сопоставлении³, а темп роста цен, учитывающий изменение структуры предложения, за аналогичный период составил 21%. Рост цен на недвижимость на вторичном рынке в III квартале составил 4,8% г/г (табл. 9). Аналогичная ситуация (опережающий рост цен на первичном рынке – на уровне выше инфляции) была характерна и в 2018–2019 гг. как для России в целом, так и для Москвы (табл. 9), однако в тот период это скорее отражало восстановительный рост после снижения цен в 2015–2016 годах.

На текущий момент можно выделить три ключевых фактора роста цен на рынке недвижимости: повышение доступности ипотеки, рост инвестиционной привлекательности жилья и недостаточный уровень предложения на первичном рынке.

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

Табл. 9

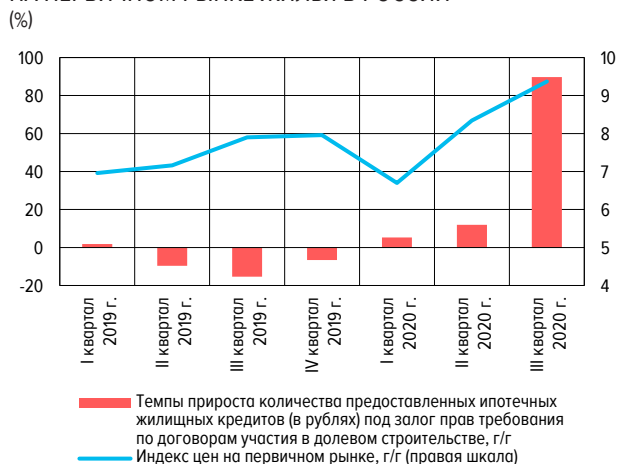
	Рынок жилья	I кв. 2018 г.	II кв. 2018 г.	III кв. 2018 г.	IV кв. 2018 г.	I кв. 2019 г.	II кв. 2019 г.	III кв. 2019 г.	IV кв. 2019 г.	I кв. 2020 г.	II кв. 2020 г.	III кв. 2020 г.
Российская Федерация	Первичный	102,4	103,4	105,3	106,3	107,0	107,2	107,9	108,0	106,7	108,3	109,4
	Вторичный	99,5	100,6	102,1	104,1	104,4	104,0	105,0	103,8	102,7	103,6	104,8
Москва	Первичный	100,5	102,4	106,8	106,1	107,2	107,6	108,1	113,3	108,2	104,1	106,6
	Вторичный	94,6	97,8	99,0	102,7	103,5	101,6	107,9	100,1	95,7	101,7	105,0

Источник: Росстат.

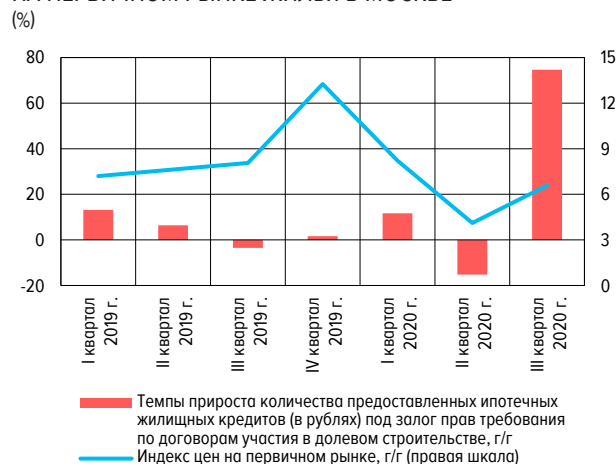
¹ С учетом созаемщиков по кредиту, по данным трех крупнейших БКИ.

² Например, в Польше – 20%, в Чехии – 24%.

³ Индекс потребительских цен, по данным Росстата, в III квартале 2020 г. составил 3,5%, в III квартале 2019 г. – 4,3%, в III квартале 2018 г. – 2,98%.

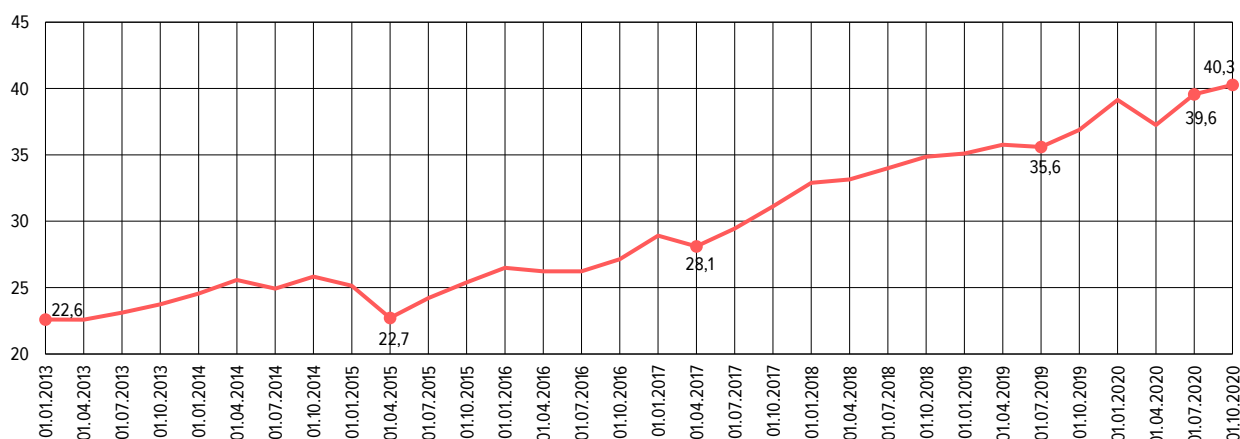
ДИНАМИКА ЦЕН И КОЛИЧЕСТВА ПРЕДОСТАВЛЕННЫХ ИПОТЕЧНЫХ ЖИЛИЩНЫХ КРЕДИТОВ НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ ЖИЛЬЯ В РОССИИ *Рис. 40*

Источники: Росстат, Банк России.

ДИНАМИКА ЦЕН И КОЛИЧЕСТВА ПРЕДОСТАВЛЕННЫХ ИПОТЕЧНЫХ ЖИЛИЩНЫХ КРЕДИТОВ НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ ЖИЛЬЯ В МОСКВЕ *Рис. 41*

Источники: Росстат, Банк России.

ДИНАМИКА ИНДЕКСА ДОСТУПНОСТИ ИПОТЕКИ В 2013–2020 ГОДАХ

Рис. 42

Источник: Банк России.

Повышение доступности ипотеки

Снижение ипотечной ставки (с 01.01.2020 по 01.10.2020 на 1,7 п.п., до 7,3%), происходящее как из-за запуска программы государственного субсидирования процентных ставок на рынке первичного жилья⁴, так и из-за перехода Банка России к мягкой денежно-кредитной политике, повышает доступность недвижимости и стимулирует спрос. На фоне благоприятных условий по ипотеке часть граждан, планировавших улучшение жилищных условий, перенесли решение о покупке жилья на текущий год. С этим связано ускорение ежемесячного темпа прироста ипотеки в сентябре-октябре до рекордных 3%.

⁴ Программа стартовала в апреле 2020 г. и позволила заемщикам оформить ипотечный кредит со ставкой 6,5% на весь период кредитования при покупке жилья на первичном рынке. Изначально действие программы распространялось на жилищные займы в размере до 8 млн руб. в Москве, Московской области, Санкт-Петербурге и Ленинградской области и до 3 млн руб. в остальных регионах страны; минимальный размер первоначального взноса составлял 20%. Позднее условия программы были расширены: сумма кредита в настоящее время может составлять до 6 млн руб. в регионах (до 12 млн руб. – в Москве, Московской области, Санкт-Петербурге и Ленинградской области), а первоначальный взнос – не менее 15%. Первоначальный срок действия программы был рассчитан до 1 ноября 2020 г., позднее он был продлен до 1 июля 2021 года.

Доля ипотечных кредитов, выданных в рамках государственных программ⁵ в июне-августе 2020 г., превысила 30%. Объем выданных ипотечных жилищных кредитов под залог прав требования по договорам долевого участия (ДДУ) в III квартале 2020 г. увеличился практически в два раза по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года.

В целом по России доступность недвижимости в ипотеку в первом полугодии 2020 г. продолжала увеличиваться. Индекс доступности недвижимости⁶ на 01.10.2020 достиг 40,3 м², что на 1,2 м² выше значений начала года.

Вместе с тем следует отметить, что ускоренный рост цен на недвижимость на первичном рынке с начала 2020 г. в значительной мере нивелирует положительный эффект от снижения процентной ставки по ипотечным кредитам и ограничивает рост доступности жилья для населения. Так, в случае роста цен в 2020 г. на уровне номинальных доходов населения индекс доступности жилой недвижимости в ипотеку составил бы 45 м² на 1 октября. В Краснодарском крае и Москве увеличение доступности ипотечного кредитования из-за снижения процентной ставки по кредиту было полностью компенсировано увеличением стоимости недвижимости.

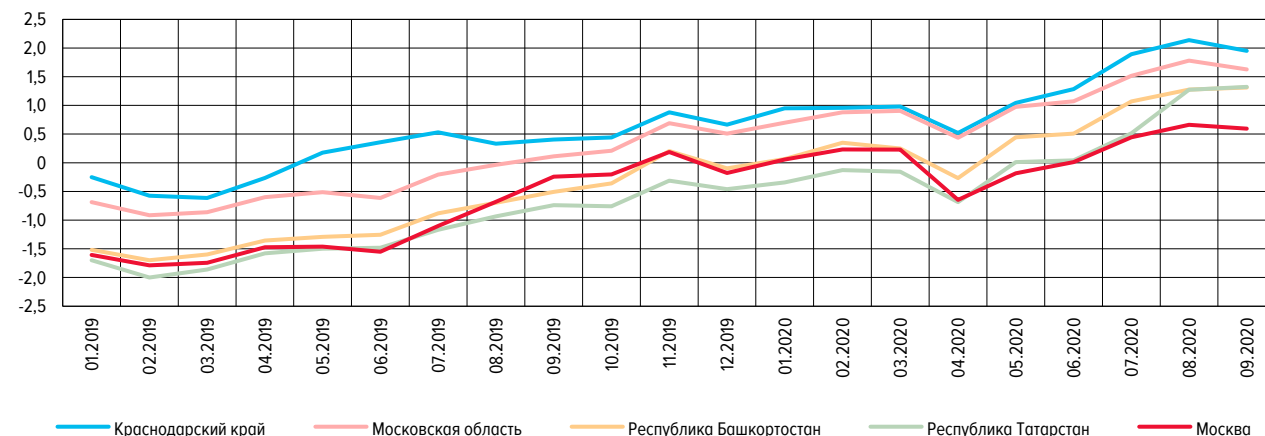
Рост инвестиционной привлекательности жилья

В условиях увеличения положительного спреда между арендной доходностью и средневзвешенной ставкой по депозитам физических лиц (как в целом по России, так и в крупнейших регионах страны⁷) (рис. 43) повышается привлекательность вложения собственных средств в недвижимость, что могло отразиться на определенном перетоке средств населения с банковских вкладов на рынок недвижимости.

По итогам сентября 2020 г. арендная доходность (с учетом налогов и расходов на коммунальные платежи) на рынке жилья в России составила 5,5%⁸, а это превышает на 2,25 п.п средневзвешенную ставку по депозитам физических лиц со сроком привлечения до 1 года⁹. Что касается десяти крупнейших регионов по объему ввода жилья, то наибольшая разница между

РАЗНИЦА МЕЖДУ АРЕНДНОЙ ДОХОДНОСТЬЮ И СРЕДНЕВЗВЕШЕННОЙ СТАВКОЙ ПО ДЕПОЗИТАМ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В ПЯТИ КРУПНЕЙШИХ РЕГИОНАХ ПО ОБЪЕМУ ВВОДА ЖИЛОЙ НЕДВИЖИМОСТИ (В ЯНВАРЕ-СЕНТЯБРЕ 2020 Г.) (п.п.)

Рис. 43



Источники: domofond.ru, Росстат, расчеты Банка России.

⁵ «Программа 6,5», «Семейная ипотека».

⁶ Оценивается как количество квадратных метров жилой площади, которое можно купить в ипотеку, расходуя на обслуживание кредита половину среднемесячной номинальной заработной платы.

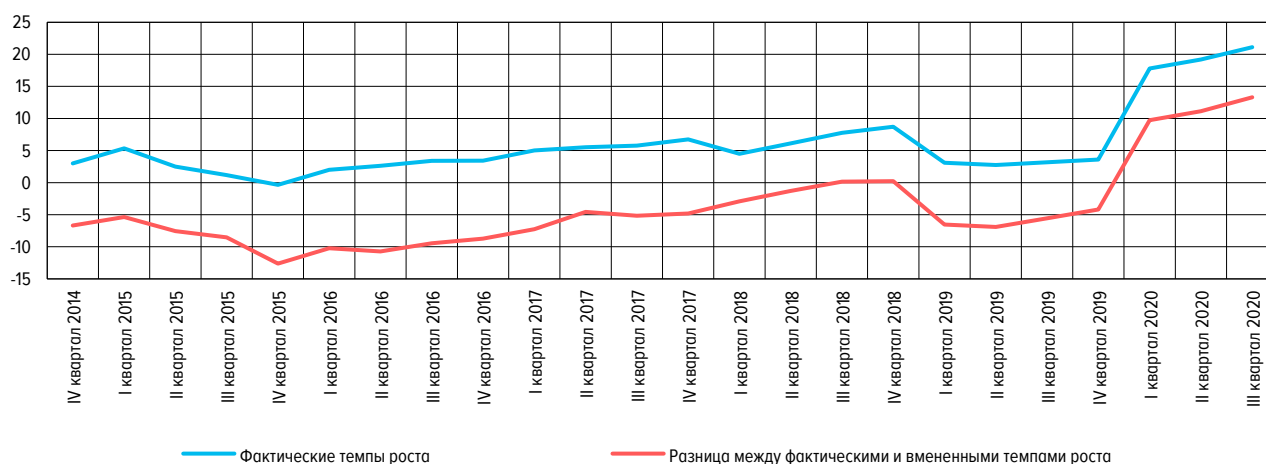
⁷ По объему ввода жилья в январе-сентябре 2020 года.

⁸ По оценке Банка России, на основе данных сайта Domofond.ru. Стоит отметить, что приведенная арендная доходность может оказаться завышенной по причине того, что использованные в расчете данные отражают цены, указанные в объявлениях, и не учитывают изменений при осуществлении реальных сделок.

⁹ Включая «до востребования».

ФАКТИЧЕСКИЕ И ВМЕНЕННЫЕ ТЕМПЫ РОСТА ЦЕН НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ ЖИЛЬЯ В РОССИИ (Г/Г, %)

Рис. 44



Источники: Росстат, Bloomberg, расчеты Банка России.

арендной доходностью и средневзвешенной ставкой по депозитам физических лиц наблюдается в Свердловской области и Краснодарском крае.

По оценке Банка России¹⁰, с начала 2020 г. наблюдается превышение фактических темпов роста цен на первичном рынке жилой недвижимости в России над вмененными (рис. 44), что является дополнительным стимулом для роста инвестиционного спроса с использованием заемных средств и ранним признаком возможного перегрева первичного рынка жилой недвижимости.

Недостаточный уровень предложения на первичном рынке

Существенным фактором, определившим рост цен на рынке жилья в II–III кварталах 2020 г., является недостаточный уровень предложения на фоне повышенного спроса. В II квартале 2020 г. объем ввода жилья уменьшился на 22% в годовом сопоставлении, что обусловлено в первую очередь введением режима самоизоляции в апреле-мае 2020 г., а также эффектом высокой базы 2019 года. В III квартале было отмечено незначительное превышение прошлогоднего уровня – на 0,5%.

При этом рост цен на рынке жилья не мог быть обусловлен значительным повышением стоимости строительства. По данным Росстата, в II квартале 2020 г. средняя фактическая стоимость строительства 1 м² снизилась на 1% (г/г), в III квартале было отмечено небольшое повышение – на 2,9% (г/г). На фоне повышенного спроса в первом полугодии 2020 г. наблюдается рост выручки крупнейших застройщиков (на 16,2% (г/г)¹¹), что в условиях незначительных изменений себестоимости положительно сказывается на их рентабельности. Так, на конец первого полугодия 2020 г. рентабельность собственного капитала крупнейших застройщиков значительно превышала аналогичный показатель коммерческих банков (26 и 17% соответственно).

¹⁰ Для оценки потенциала роста инвестиционного спроса с использованием заемных (ипотечных) средств (и, соответственно, риска перегрева) на первичном рынке жилой недвижимости в России был проведен анализ требуемых вмененных темпов роста цен на недвижимость для получения инвестором прибыли. Данные темпы роста были оценены с помощью требуемой доходности, рассчитываемой в отношении стоимости всего объекта инвестирования на первичном рынке жилья и определяемой как средневзвешенная ставка по ипотечным кредитам, увеличенная на риск-спред, равный разнице доходности корпоративных облигаций крупнейших застройщиков жилья и облигаций федерального займа. Стоит отметить, что данная премия за риск учитывает только риски всей отрасли и не принимает во внимание риски отдельных проектов (которые могут быть отчасти нивелированы за счет введения эскроу-счетов). На основе требуемой доходности для каждого анализируемого периода была определена будущая стоимость 1 м² на первичном рынке жилой недвижимости через три года (данный срок, по оценке Банка России, соответствует среднему сроку от начала продаж до ввода в эксплуатацию), что позволило рассчитать потенциальные годовые темпы роста цен (вмененные).

¹¹ Рассчитано на основе финансовой отчетности шести крупнейших застройщиков.

На фоне продолжающегося в III квартале 2020 г. роста цен на первичном рынке и объемов продаж жилья¹² ожидается дальнейший рост рентабельности застройщиков.

Риски, связанные с возможным бумом на рынке недвижимости

Во-первых, бум цен на рынке недвижимости может привести к снижению доступности жилья для населения и чрезмерному росту долговой нагрузки граждан, если рост ипотечного кредитования не будет сопровождаться одновременным ростом доходов населения.

Долговая нагрузка по ипотечным кредитам в настоящее время остается умеренной. Предусмотренные договором ипотеки платежи по кредитам не превышают 2% располагаемых доходов населения¹³. В среднем заемщики и созаемщики направляют на обслуживание ипотечного кредита и других имеющихся кредитов 57% своих доходов.

Ипотечные заемщики неравномерно распределены по доходным группам, большая часть (57%) ипотечных кредитов приходится на домохозяйства с относительно высоким уровнем дохода (среднемесячный душевой доход – более 45 тыс. руб.). Около 30% домохозяйств из данной группы имеют ипотечный кредит, что ниже уровня проникновения ипотеки в США, где около 40% всех домохозяйств имеют непогашенный ипотечный кредит¹⁴. Среди заемщиков, которые отвечают минимальным требованиям программы субсидирования (первоначальный взнос по кредиту от 15 до 20%), более 80% имеют доход более 40 тыс. рублей. Таким образом, банки в 2020 г. сохраняют требования к платежеспособности заемщиков, средний уровень ПДН не увеличивается.

Однако значительный рост ипотеки темпами около 20% в год возможен только за счет увеличения доступности ипотеки для менее доходных групп домохозяйств (со среднедушевыми доходами от 22 до 30 тыс. руб. и от 30 до 45 тыс. руб. на одного члена семьи). При этом наращивание задолженности в этом сегменте без соответствующего роста доходов может увеличить долговую нагрузку населения и, как следствие, снизить качество ипотечных портфелей.

Во-вторых, бум на рынке недвижимости может привести к снижению стандартов кредитования: росту доли кредитов с высоким значением LTV, что увеличивает риски банков в случае последующего снижения цен. В последние месяцы можно отметить некоторое ухудшение стандартов кредитования, поскольку в условиях действия программы субсидирования заемщики заинтересованы в том, чтобы привлечь по низкой ставке более крупные кредиты с низ-

ОЦЕНКА УРОВНЯ ПРОНИКНОВЕНИЯ ИПОТЕЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ
В РАЗРЕЗЕ ДОХОДНЫХ ГРУПП НАСЕЛЕНИЯ

Табл. 10

Группа доходов	Доля домохозяйств (%)	Душевые доходы в домохозяйстве (тыс. руб.)	Доля от числа ипотечных кредитов ¹ (%)	Доля от задолженности по ипотеке (%)	Доля от доходов физических лиц ² (%)	Доля домохозяйств, имеющих ипотечный кредит (%)
1	20,0	Менее 14	2,6	1,1	5,7	1,0
2	20,0	14–22	7,2	4,1	10,4	4,0
3	20,0	22–30	11,2	7,3	15,4	6,0
4	20,0	30–45	22,1	17,3	22,7	11,0
5	20,0	Свыше 45	56,8	70,1	45,8	29,0
Итого	54,5 млн	32,8 тыс. руб.	5,5 млн	8 316 млрд руб.	54 844 млрд руб.	10,1%

¹ По данным, предоставленным крупнейшими банками для целей стресс-тестирования в 2019 году.

² По данным Росстата «Распределение доходов физических лиц по среднедушевому доходу домохозяйств».

¹² По данным АО «ДОМ.РФ», в III квартале 2020 г. количество реализованных квартир на первичном рынке в России выросло на 28% г/г.

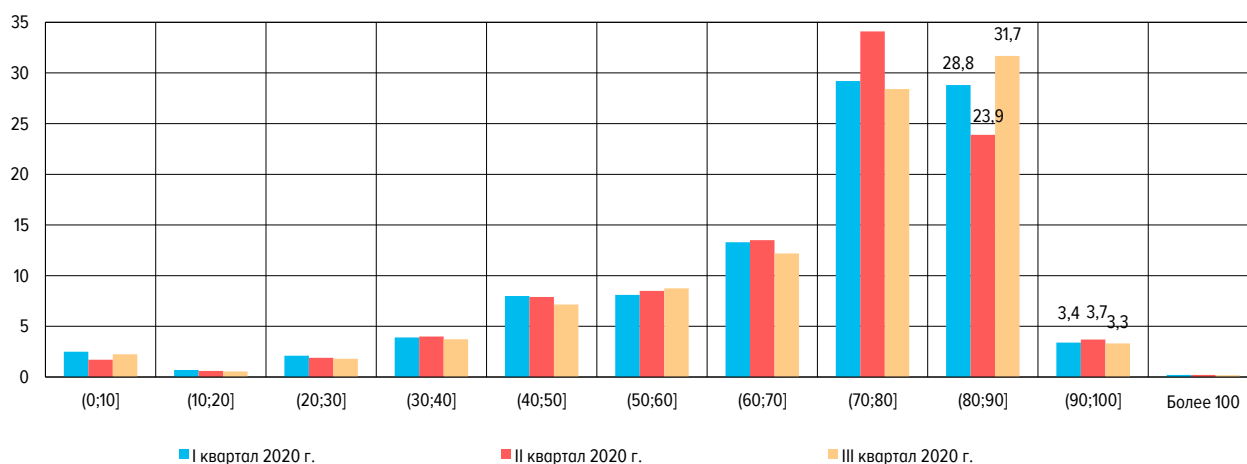
¹³ Включая тех людей, у которых нет задолженности по ипотечным кредитам.

¹⁴ В США большой популярностью пользуется арендное жилье. С поправкой на этот фактор количество заемщиков могло бы быть еще выше.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ОБЪЕМА ПРЕДОСТАВЛЕННЫХ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ ПО УРОВНЮ LTV

Рис. 45

(%)



ким первоначальным взносом. В общем объеме выданных ипотечных кредитов возросла доля кредитов, предоставленных под залог ДДУ, с первоначальным взносом от 15 до 20% – с 5,5% в II квартале до 11,3% в III квартале (программой ограничен минимальный размер первоначального взноса по кредиту на уровне 15%). В целом в III квартале доля ипотечных кредитов с LTV от 80 до 90% вернулась на уровень до пандемии и составила 32%, что, однако, существенно меньше значений 2019 г. (33–44%).

Также не наблюдается роста ипотечных кредитов, по которым первоначальный взнос мог бы быть осуществлен за счет необеспеченного потребительского кредита. Доля таких ипотечных кредитов в III квартале составила 4,8% (в II квартале – 4,8%, I квартале – 5,5%)¹⁵.

Опережающий рост цен на первичном рынке в условиях превышения стоимости квадратного метра первичного жилья над вторичным¹⁶ также создает ряд рисков. Такая ситуация может ограничить возможности населения по улучшению жилищных условий. Часть населения при улучшении жилищных условий продает имеющуюся квартиру на вторичном рынке и за счет полученных средств и ипотечного кредита покупает новую более дорогую квартиру. Если дифференциал цен между первичным и вторичным рынками будет увеличиваться, то для приобретения новой квартиры на первичном рынке заемщикам будет необходимо либо увеличить размер ипотечного кредита, что повысит их долговую нагрузку, либо отказаться от улучшения жилищных условий. Кроме того, существенное отклонение цен первичного рынка от вторичного может обострить риски переоценки стоимости залогов по ипотечным кредитам в среднесрочной перспективе. Полученные банками залоговые объекты по ипотечным кредитам в виде недвижимости первичного рынка в случае дефолта заемщика будут реализовываться на вторичном рынке по более низким ценам.

Государственная программа субсидирования процентных ставок предполагает выдачу ипотечных кредитов на сумму 1,85 трлн руб. до середины 2021 г., из которых уже предоставлено кредитов на сумму 0,7 трлн руб. по состоянию на 29 октября 2020 года. Это может привести к изменению структуры кредитования в пользу первичного рынка жилья. Доля таких кредитов в выдачах может возрасти с текущих 33% до 40–60%, что дополнительно снизит спрос

¹⁵ Потребительский кредит мог быть направлен на первоначальный взнос по ипотеке, если его сумма – более 100 тыс. руб. и кредит был предоставлен любому из созаемщиков за три или меньшее количество месяцев до выдачи ипотечного кредита.

¹⁶ Разница стоимости 1 м² недвижимости на первичном и вторичном рынках по итогам III квартала 2020 г. составила 19,1%.

на вторичное жилье. В связи с этим Банк России поддерживает временное действие программы субсидирования процентных ставок.

Возможные меры Банка России

Текущая ситуация на рынке жилой недвижимости пока не характеризуется системными рисками. В краткосрочной перспективе риски возникновения ценового «пузыря» на ипотечном рынке маловероятны. Для сбалансированного роста рынка жилой недвижимости, не приводящего к формированию ценового «пузыря», темпы ввода новых жилых объектов должны соответствовать росту спроса на жилье. Постепенное завершение государственной программы субсидирования ипотечной ставки будет способствовать сбалансированному росту цен. Программа показала свою эффективность в качестве временного антикризисного инструмента, но ее продление на длительные сроки после 1 июля 2021 г. могло бы привести к дисбалансам на рынке.

В мировой практике для предотвращения формирования ценового «пузыря» на рынке недвижимости регуляторы, как правило, ограничивают уровень LTV и ПДН по ипотечным кредитам, многие страны используют количественные ограничения¹⁷. Для того чтобы банки не ослабляли требования к долговой нагрузке ипотечных заемщиков и первоначальному взносу, Банк России использует в регулировании ПДН и LTV. В зависимости от значений ПДН и LTV установлены требования к капиталу банков, а также макропруденциальные надбавки.

Таким образом, рынок ипотечного кредитования в России обладает значительным потенциалом роста, однако необходимым условием для его сбалансированности является одновременность роста доходов населения и увеличения предложения на рынке недвижимости.

Врезка 6. Кризисы на рынках недвижимости в Испании и Ирландии

Испания

До начала мирового финансового кризиса 2007 г. в Испании, как и в остальном мире, наблюдался бурный экономический рост (средний годовой темп роста ВВП в Испании с 2000 по 2007 г. составил 3,8%).

Однако экономический рост сопровождался накоплением дисбалансов: средний годовой темп роста кредитов населения на покупку недвижимости в период с 2000 по 2007 г. составлял порядка 20% (пик пришелся на декабрь 2005 г. и составил 25%). Спрос на недвижимость поддерживался в том числе доступностью ипотечного кредитования (благодаря низким процентным ставкам и более длительным срокам кредитования) и быстрыми темпами увеличения населения. Кроме того, налоговая политика стимулировала приобретение работодателями жилых помещений для предоставления в безвозмездное пользование работникам.

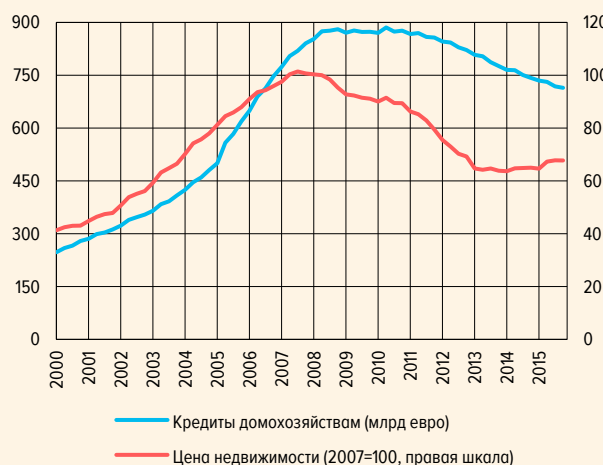
Высокими темпами росли и кредиты девелоперам – в среднем на 29% (пик в декабре 2007 г. составил 44%). Такие темпы финансирования отрасли привели к чрезмерному росту объемов строительства. Несмотря на это, цены на недвижимость за период с 2000 по 2007 г. увеличились на 100%.

При этом рост цен имел опережающий характер, что отразилось на снижении доступности жилья и росте долговой нагрузки граждан в период с 2000 по 2007 год. Отмечаемое повышение долговой нагрузки домохозяйств сделало их более уязвимыми к последующей корректировке цен на недвижимость и ужесточению финансовых условий. Уязвимости финансовых институтов в связи с ростом кредитования строительства и приобретения недвижимости также существенно возросли – в конце 1990-х гг. данные кредиты составляли 47% кредитного портфеля банков, в то время как в 2007 г. – 62,5%.

С середины 2007 г., еще до начала финансового кризиса на международных финансовых рынках, рост экономики Испании начал замедляться. Замедление роста благосостояния населения и повышение процентных ставок снизили спрос на недвижимость. В итоге ужесточение финансовых условий на мировых рынках, снижение стоимости недвижимости и других активов, а также сокращение экспорта привели к глубокой рецессии. С середины 2008 г. по конец 2009 г. ВВП страны сократился на 4,5%, внутренний спрос упал на 7%, более 1,5 млн человек лишились рабочих мест, увеличив без-

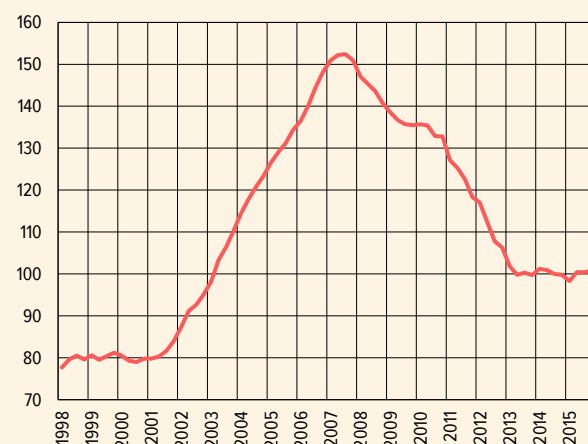
¹⁷ В частности, регуляторы Новой Зеландии и Чехии ограничивали выдачи кредитов с LTV выше определенной границы, а регуляторы Гонконга и Сингапура временно их запрещали.

КРЕДИТЫ ДОМОХОЗЯЙСТВАМ И ЦЕНЫ НА НЕДВИЖИМОСТЬ В ИСПАНИИ



Источники: ЕЦБ, ОЭСР.

Рис. 46 СООТНОШЕНИЕ СТОИМОСТИ ЖИЛЬЯ И ГОДОВОГО ДОХОДА (2015=100) В ИСПАНИИ



Источники: ЕЦБ, ОЭСР.

работицу на 8 п.п., до 18,7%. Испания стала одной из проблемных стран еврозоны после глобального финансового кризиса и была вынуждена обращаться за помощью к «тройке» международных кредиторов¹.

Регулирование банковской отрасли в годы, предшествовавшие кризису, использовало микропруденциальный подход к оценке рисков, поэтому накопление системных уязвимостей по большей части оставалось незамеченным. Введенная Банком Испании в середине 2000-х гг. инновационная политика контрциклического резервирования (countercyclical provisions) хотя и смягчила удар кризиса, но была недостаточна, чтобы в полной мере справиться с рецессией, начавшейся в 2008 г. (мера была откалибрована на предыдущих, гораздо более мягких эпизодах экономического спада). Также в период, предшествовавший кризису, Банк Испании выпустил ряд рекомендаций для банков. В частности, рекомендовалось при ипотечном кредитовании соблюдать ограничение LTV в 80%, учитывать неопределенность процентных ставок в долгосрочной перспективе при кредитовании под плавающую ставку и принимать во внимание концентрацию рисков в секторе жилищного строительства (жесткие ограничения на секторальную концентрацию в то время отсутствовали). Однако международная регуляторная практика тех лет не подразумевала строгих ограничений в данной области, поэтому рекомендации зачастую игнорировались.

Ирландия

Экономика Ирландии характеризовалась бурным ростом в конце 1990-х и 2000-х годов. Вступление Ирландии в еврозону в 1999 г. способствовало снижению процентных ставок. Банки расширяли доступ к иностранному рыночному финансированию, активно развивались рынки секьюритизации. Одновременно с этим на банковском рынке Ирландии значительно возросла конкуренция – банки были вынуждены внедрять новые рискованные продукты (например, ипотечные кредиты с LTV в 100%), снижать стандарты кредитования. В результате основным сегментом кредитования стал рынок недвижимости (доля кредитов данному сектору выросла с 45% в 2002 г. до более 60% в 2008 г.).

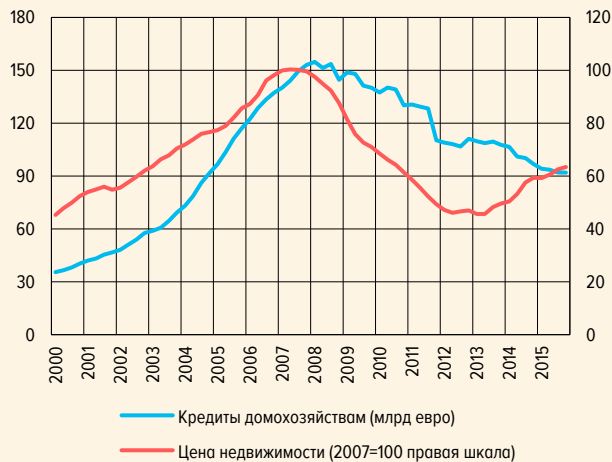
Весомый вклад в бурный рост рынка недвижимости внесли налоговые льготы для инвестиций в строительную отрасль и налоговые вычеты на проценты по ипотечным кредитам, доход от продажи недвижимости также не облагался налогом. Кроме того, отсутствовал и имущественный налог на недвижимость, а пошлина на операции с недвижимостью (Stamp Duty) последовательно снижалась до 2007 года.

Все это в сочетании с ростом населения, доходов и низкими реальными и ожидаемыми процентными ставками существенно повысило стимулы для приобретения жилья и привело к трехкратному увеличению стоимости недвижимости с 1994 по 2006 год.

В 2007 г. цены на недвижимость в Ирландии достигли пика, а затем начали снижаться на фоне глобального финансового кризиса. Дополнительным фактором, который существенно способствовал развитию кризиса на рынке недвижимости в Ирландии, стало падение мирового межбанковского рынка

¹ Европейский центральный банк, Европейская комиссия и МВФ.

КРЕДИТЫ ДОМОХОЗЯЙСТВАМ И ЦЕНЫ НА НЕДВИЖИМОСТЬ В ИРЛАНДИИ



Источники: ЕЦБ, ОЭСР.

Рис. 48 СООТНОШЕНИЯ ЦЕНЫ ЖИЛЬЯ И ГОДОВОГО ДОХОДА НАСЕЛЕНИЯ (2015=100) В ИРЛАНДИИ

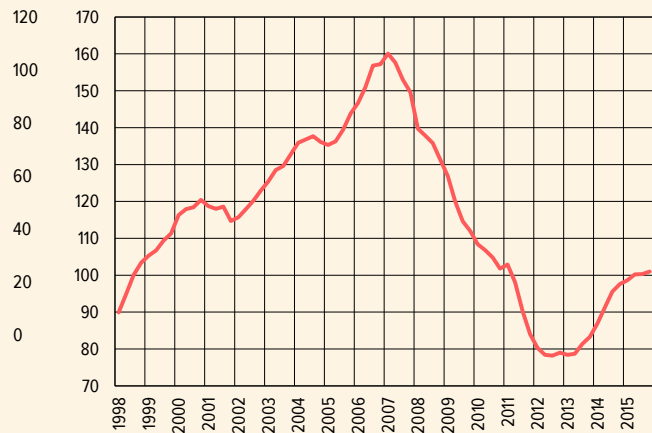


Рис. 49

Источники: ЕЦБ, ОЭСР.

в 2007–2008 гг., являвшегося значимым источником финансирования для ирландских банков. Объемы кредитования начали падать, в результате чего спрос на недвижимость стал снижаться, падение цен на недвижимость ускорилось. Шок от падения цен на недвижимость усилил негативные эффекты для существенно зависящих от строительной отрасли экономики и бюджета Ирландии. На падение объемов строительства пришлось 27,3% от снижения валового национального продукта в период с 2007 по 2009 г., увольнения в секторе строительства составили две трети от общего прироста безработицы в стране. Ирландия тоже оказалась в числе наиболее пострадавших стран еврозоны и была вынуждена прибегнуть к помощи «тройки» международных кредиторов.

Во многом кризис случился из-за отсутствия на тот момент в политике регуляторов – Центрального банка Ирландии и в то время независимого Регулятора финансовых услуг Ирландии – макропруденциальной составляющей. Систематическая недооценка рисков и вера в «мягкое приземление» в случае корректировки цен – данная позиция высказывалась в публикуемых центральным банком обзорах финансовой стабильности – объясняли бездействие регуляторов в отношении концентрации рисков на жилищном рынке. После кризиса Центральный банк Ирландии стал активно использовать макропруденциальные инструменты².

² В том числе LTV и LTI (loan-to-income, соотношение величины кредита и годового заработка) по ипотеке.

3.2. РИСКИ, СВЯЗАННЫЕ С ПЕРЕТОКОМ СБЕРЕЖЕНИЙ ИЗ ДЕПОЗИТОВ НА ФОНДОВЫЙ РЫНОК

Население в последние годы проявляет все большую активность в поиске альтернативных и более доходных по сравнению с вкладами способов размещения своих накоплений. Возросла заинтересованность граждан в инструментах фондового рынка, таких как акции и облигации (в том числе структурные), инструментах рынка коллективных инвестиций, продуктах инвестиционного и накопительного страхования жизни. В 2020 г. эта тенденция усилилась. В то же время вложения населения в иностранную валюту не демонстрировали значимого роста, а привлекательность валютных вкладов для населения существенно снизилась в условиях низких процентных ставок с начала 2020 года.

Изменение предпочтений населения может привести к снижению доли банковских инструментов на финансовом рынке, что является естественным этапом развития рынка. Тем не менее необходимо отслеживать ряд рисков. Во-первых, может усиливаться риск мисселлинга (введение в заблуждение покупателя по отношению к существенным условиям вложений средств). Во-вторых, переток средств населения в инструменты ино-

странного финансового рынка может иметь похожие риски для экономики (что и рост вложений в наличную иностранную валюту). В-третьих, возрастает системная значимость фондового рынка и рисков некредитных финансовых организаций. При этом в условиях увеличения вложений населения в ценные бумаги при реализации шоков на финансовых рынках может повыситься процикличность движения цен.

Вложения в традиционные инструменты сбережений

Одной из значимых тенденций последних лет стало повышение интереса населения к альтернативным банковским вкладам инструментам сбережений. Фундаментальным фактором изменения предпочтений населения является стабилизация и сохранение инфляцией целевых значений, что сформировало макроэкономические условия для снижения процентных ставок в российской экономике.

На фоне снижения ставок по банковским вкладам возросла активность граждан в сфере альтернативных инвестиций с использованием инструментов фондового рынка. Темп роста рублевых вкладов населения остается высоким (11% на 1 октября 2020 г.). Вместе с тем необходимо отметить несколько его структурных особенностей.

Во-первых, население продолжает отдавать предпочтение краткосрочным инструментам, что отражается на росте их доли в общем объеме рублевых вкладов (см. подраздел 2.2 «Ситуация с рублевой и валютной ликвидностью на российском рынке»). Таким образом, средства граждан на банковских счетах становятся более мобильными, поэтому большой объем средств с банковских счетов может в будущем без существенных потерь потенциально быть направлен в альтернативные инструменты.

Во-вторых, важно отметить, что в 2020 г. возросли объемы операций с эскроу-счетами для покупки объектов недвижимости, которые в настоящее время статистически учитываются в составе вкладов физических лиц. Если за 2019 г. прирост средств на эскроу-счетах составил 136 млрд руб., то за девять месяцев 2020 г. – 540 млрд руб.¹⁸, что достигает почти половины от прироста средств населения на рублевых банковских счетах за тот же период (1126 млрд руб.).

Эскроу-счета используются для депонирования средств на покупку недвижимости до завершения строительства и становятся доступны только после ввода объекта в эксплуатацию. Такие вложения по своей экономической сути не являются формой сбережений средств на банковских счетах, а представляют собой инвестиции в недвижимость, которая также может выступать как форма личных накоплений. В то же время следует иметь в виду, что средства для совершения таких инвестиций могут быть заимствованы населением у финансовых организаций, поэтому не могут однозначно быть приравнены к средствам личных сбережений.

Вклады в иностранной валюте, напротив, в 2020 г. стали пользоваться низким спросом населения на фоне снижения процентных ставок по ключевым валютам. За девять месяцев 2020 г. их объем снизился на 635 млрд руб., что в целом способствует девальютизации источников банковского фондирования. Покупка населением наличной иностранной валюты также не показывает признаков роста интереса населения к такой форме сбережений. За девять месяцев 2020 г. нетто-покупка населением валютной наличности составила 36% от объема покупок в 2019 году.

Таким образом, из числа традиционных инструментов сбережений граждане сохраняют интерес к рублевым вкладам, динамика которых продолжает оставаться на высоких уровнях, несмотря на рост вложений средств граждан в альтернативные инструменты.

¹⁸ Сумма остатков средств на счетах 40824 и 40826 формы отчетности 0409101.

Вложения в инструменты фондового рынка¹⁹

Вложения в облигации

Рост вложений населения в облигации был наибольшим из числа всех альтернативных инструментов. С начала 2019 г. по 1 октября 2020 г., по данным депозитарной отчетности НФО и кредитных организаций, вложения населения²⁰ в облигации выросли на 958 млрд руб.²¹ (табл. 11), из которых облигации, выпущенные российскими эмитентами, составляют 70% (673 млрд руб.). Исходя из валютной структуры прироста вложений населения, рублевые облигации составляют 57% (543 млрд руб.), а приросты в валютных облигациях распределены между российскими эмитентами и эмитентами из прочих стран с долями 18 и 26% (168 и 247 млрд руб.) соответственно.

Основной прирост вложений в рублевые облигации российских эмитентов за рассматриваемый период пришелся на 2019 г.: 419 млрд руб. из общего прироста 505 млрд руб. за период с 1 января 2019 г. по 1 октября 2020 года. По отраслевой структуре эмитентов наибольшая часть (38%, или 360 млрд руб.) прироста в облигации во всех валютах за 2019–2020 гг. пришлась на облигации российских кредитных организаций (в основном нескольких СЗКО) и 27% (259 млрд руб.) – на корпоративные облигации российских нефинансовых организаций. Основной прирост в облигациях иностранных эмитентов за аналогичный период пришелся на корпоративные облигации (20%, или 192 млрд руб.).

ДИНАМИКА ВЛОЖЕНИЙ НАСЕЛЕНИЯ ПО РАЗЛИЧНЫМ ИНСТРУМЕНТАМ

Табл. 11

Изменение вложений физических лиц в разрезе инструментов (млрд руб.)	2019 г.	Первое полугодие 2020 г.	1 июля – 1 октября 2020 г.	Сумма за девять месяцев 2020 г.
Вложения в традиционные инструменты сбережений				
Вклады в рублях	2 221	856	271	1 126
Вклады в иностранной валюте	635	-515	-120	-635
Нетто-покупка наличной иностранной валюты в банковском секторе (в рублевом эквиваленте)	1 026	196	177	373
Подсумма (без наличной валюты)	2 856	341	151	491
Вложения в инструменты фондового рынка				
Корпоративные облигации, из них:	562	174	126	300
облигации КО	300	15	45	59
в иностранной валюте	151	104	50	155
иностранные облигации	133	73	37	109
Государственные облигации, из них:	106	-14	4	-10
в иностранной валюте	87	28	-6	22
иностранные облигации	21	13	8	21
Акции, из них:	38	176	106	282
акции КО	-63	56	35	91
Подсумма	706	336	236	572
Итого				
Общий объем вложений, из них:	3 562	677	387	1 063
вложения в инструменты банков	3 093	412	231	641
вложения в валютные инструменты	873	-383	-76	-458
вложения в иностранные бумаги	154	86	45	131

Источники: формы отчетности 0420711 и 0420415.

¹⁹ Цифры носят оценочный характер и могут быть уточнены в процессе развития методологии их расчета.

²⁰ Категория инвесторов «Население и некоммерческие организации, обслуживающие население» из подразделов 1.2 отчетностей 0409711 и 0420415, счета владельцев ценных бумаг.

²¹ Курс для валютных облигаций на разные отчетные даты использовался единый (на 1 сентября 2020 г.) для исключения валютной переоценки, использовалась цена облигаций по номиналу.

Структурные облигации банков²²

Структурные продукты – это финансовые инструменты, которые могут сочетать в себе элементы облигаций, акций, финансовых индексов и производных финансовых инструментов (ПФИ), а также быть либо с защитой капитала (инвестиционные облигации), либо без защиты капитала (структурные облигации). Финансовые посредники все чаще предлагают клиентам подобные структурные продукты, обещающие за счет более гибкой структуры формирования повышенную доходность. В то же время большая доходность сопряжена с большим риском – сложностью оценки реальной стоимости заложенных в него финансовых инструментов (инвестиционной стратегии) для инвесторов и, как следствие, сложностью прогнозирования будущих прибылей или убытков.

В 2019–2020 гг. доля участия населения в структурных продуктах выросла с 55,8% на 1 декабря 2018 г.²³ до 61,1% на 1 октября 2020 г. (в абсолютных цифрах прирост составил 216,2 млрд руб., до 251,9 млрд руб.). В целом с 1 декабря 2018 г. объемы рынка увеличились с 63,9 до 412,5 млрд рублей.

Рост указанного рынка может сопровождаться усилением ряда рисков – в частности, увеличивается взаимосвязанность между российским и иностранными рынками ценных бумаг (при эмиссии структурных продуктов эмитентам для обеспечения исполнения обязательств по выпущенным инструментам зачастую приходится создавать портфели, зависящие от иностранных финансовых инструментов), что, в свою очередь, ведет к усилению сетевых эффектов и каналов передачи шока на рынках ценных бумаг. Также вследствие более сложной природы указанных инструментов возникают риски мисселинга: в течение года на рынок ценных бумаг вышло достаточно большое количество новых клиентов, уровень финансовой грамотности которых может быть недостаточным для адекватной оценки рисков и доходностей по указанным инструментам. Учитывая, что по большей части ликвидность структурных продуктов находится не на высоких уровнях (обращение данных инструментов во многом обеспечивается организациями, входящими в одну группу компаний с эмитентом), реализация негативных шоков на рынке может привести к существенному снижению стоимости инструментов и убыткам у их держателей.

Вложения в акции

Вложения населения в акции в целом за период с 1 января 2019 г. по 1 октября 2020 г. выросли на 320 млрд рублей. В наибольшей степени увеличились вложения в акции «голубых фишек» (на 131 млрд руб.) и в акции, не входящие в расчет индекса Московской Биржи (на 104 млрд руб.) (рис. 50). Рост вложений в «голубые фишки» связан с равномерным увеличением вложений населения в акции нефтегазового и банковского секторов.

В целом объем вложений населения в облигации и акции по отношению к депозитам с 1 января по 1 октября 2020 г. вырос на 0,8 п.п., до 16,3%. Увеличение вложений населения в акции и облигации не сужает объем ресурсов для российской экономики, поскольку большую часть средств граждане вкладывают в ценные бумаги российских эмитентов. Вложения населения в иностранные бумаги в 2020 г. ограничены (130 млрд руб.) и не превышают объема средств, снятых с валютных вкладов в российских банках (635 млрд руб.). Таким образом, значимых рисков оттока капитала из-за роста инвестиций населения в иностранные бумаги не выявлено.

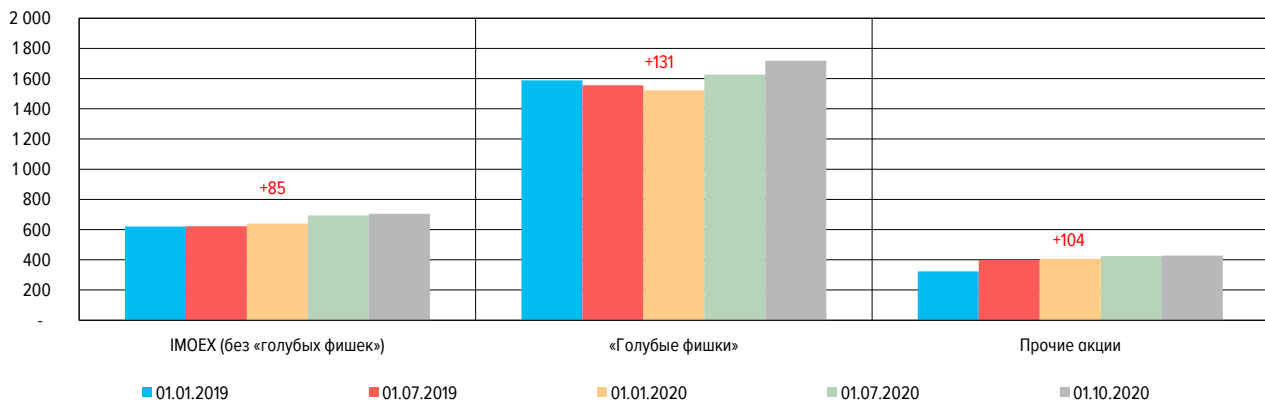
Кроме того, следует отметить, что существенная часть средств населения привлекается самими банками как напрямую за счет выпуска собственных облигаций и структурных продуктов, так и косвенно через привлечение средств юридических лиц, продавших ценные бумаги

²² Вложения в структурные облигации на счетах НФО и кредитных организаций были учтены во вложениях в облигации в предыдущем подразделе.

²³ С декабря 2018 г. начался активный рост вложений населения в структурные продукты в связи с изменением законодательства.

ВЛОЖЕНИЯ НАСЕЛЕНИЯ В АКЦИИ КОМПАНИЙ ТОРГУЕМЫХ НА МОСКОВСКОЙ БИРЖЕ*
(МЛРД РУБ.)

Рис. 50



* Цена для акций взята исходя из средней цены акций, торговавшихся на Московской Бирже в августе. Всего допущено к торгам 262 акции российских компаний (обыкновенные и привилегированные акции), 24 акции иностранных эмитентов и 10 депозитарных расписок.
Примечание: красные цифры показывают прирост за период с 01.01.2019 по 01.10.2020.
Источники: формы отчетности 0420711 и 0420415.

в пользу физических лиц. Размещение облигаций корпоративными заемщиками может в свою очередь удешевлять их фондирование и позволяет направлять сбережения населения на финансирование реального сектора.

Каналы инвестиций населения в фондовый рынок

При вложении накоплений в инструменты фондового рынка население использует услуги финансовых посредников, которые предлагают осуществление инвестиций напрямую с использованием брокерских счетов, в том числе через индивидуальные инвестиционные счета (ИИС)²⁴, а также посредством предложения различных финансовых продуктов. К таким продуктам могут быть отнесены инвестиционное страхование жизни (ИСЖ), накопительное страхование жизни (НСЖ), а также паевые инвестиционные фонды (ПИФ), которые реализуют определенную стратегию инвестиций на фондовом рынке.

Если рассматривать услуги некредитных финансовых организаций, то наибольшей популярностью у населения пользуется стандартное брокерское обслуживание, в рамках которого с 1 января по 1 октября клиенты – физические лица некредитных финансовых организаций увеличили объем средств на 471 млрд руб., до 1,5 трлн рублей.

За девять месяцев 2020 г. растущим спросом со стороны населения пользовались инструменты рынка коллективных инвестиций. Совокупный объем вложений физических лиц в паи ОПИФ, БПИФ и ИПИФ²⁵ увеличился на 154 млрд руб., до 590 млрд руб., что выше аналогичного показателя прошлого года более чем в 2,5 раза (рис. 51). При этом наибольший прирост (более 80%) пришелся на ОПИФ, структура вложений которых в основном представлена корпоративными облигациями (39%) и акциями (20%) российских организаций.

Прирост активов физических лиц на ИИС за первые три квартала 2020 г. составил порядка 89 млрд руб., до 286 млрд руб., что в два раза больше, чем за аналогичный период 2019 г. (рис. 52). При этом наибольший объем пришелся на кредитные организации (52 млрд руб.). Основная доля портфеля ИИС состоит из акций (30%), инвестиционных паев (25%) и корпоративных облигаций (23%).

Что касается объемов вложений в продукты инвестиционного и накопительного страхования жизни, то в сравнении с аналогичным периодом прошлого года они практически

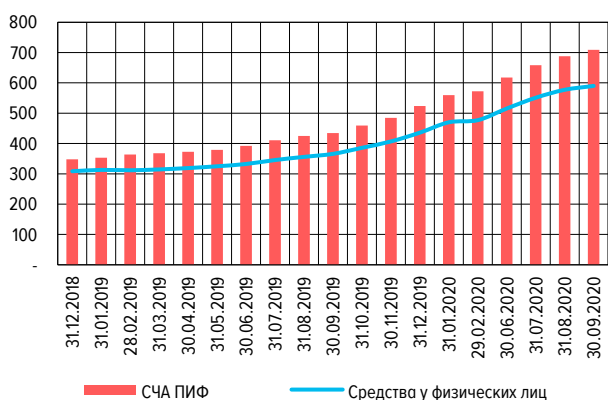
²⁴ Вложения населения на счетах брокеров и ИИС в части ценных бумаг были включены в объемы вложений населения в акциях и облигациях в предыдущем подразделе.

²⁵ Открытый паевой инвестиционный фонд (ОПИФ), биржевой паевой инвестиционный фонд (БПИФ), интервальный паевой инвестиционный фонд (ИПИФ).

**ОБЪЕМ ВЛОЖЕНИЙ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В ПАИ*
ОПИФ, БПИФ И ИПИФ**

Рис. 51

(МЛРД РУБ.)

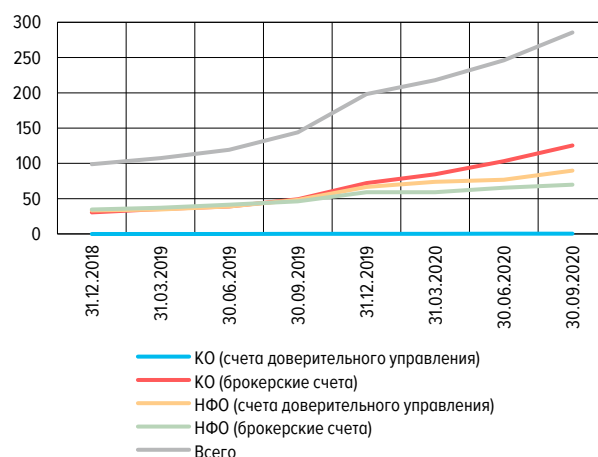


* Данные за март-май 2020 г. отсутствуют вследствие принятых Банком России мер в ответ на распространение коронавирусной инфекции, в частности введение льготного периода представления отдельных форм отчетности.
Источники: формы отчетности 0420504, 0420502.

ОБЪЕМЫ АКТИВОВ ПОРТФЕЛЕЙ ИИС (НФО+КО)

Рис. 52

(МЛРД РУБ.)



Источники: формы отчетности 0409712, 0420427.

ДИНАМИКА ВЛОЖЕНИЙ НАСЕЛЕНИЯ В ИНСТРУМЕНТЫ НФО

Табл. 12

Изменение вложений физических лиц в разрезе инструментов НФО (млрд руб.)	2019 г.	Первое полугодие 2020 г.	1 июля – 1 октября 2020 г.	Сумма за девять месяцев 2020 г.
ИСЖ+НСЖ	310	139	88	227
Активы на брокерских счетах в НФО	-	219	252	471
Активы на ИИС	98	49	40	89
ПИФ ¹	128	80	74	154
Итого	536	487	454	941

¹ В анализ включались ОПИФ, БПИФ и ИПИФ.

Источники: данные Банка России, в том числе данные надзорной отчетности (формы 0420418, 0409712, 0420427, 0420504).

не изменились. Однако произошло перераспределение потребительского интереса от ИСЖ в пользу НСЖ.

По результатам девяти месяцев 2020 г. ИСЖ по сравнению с аналогичным периодом прошлого года показало снижение сборов на 7,1%, с 142,3 до 132,2 млрд рублей. Годовая доходность 3-летних договоров ИСЖ с единовременной уплатой премии в рублях, завершившихся в первом полугодии 2020 г., составила 3,6%, 5-летних – 3,1%, 7-летних – 1,0%. Наряду с недовольством страхователей низкой доходностью по завершившимся договорам, снижение популярности ИСЖ обуславливается начавшейся с 2019 г. кампанией по борьбе с мисселингом, сопровождающейся ужесточением требований к раскрытию информации со стороны посредников, реализующих эти продукты. НСЖ, наоборот, продемонстрировало рост премий на 29,2%, с 73,6 до 95,1 млрд рублей. НСЖ может предусматривать как единовременные взносы, так и регулярное внесение платежей по удобному для страхователя графику, при этом имея страховую составляющую (риски, связанные с преждевременным уходом из жизни, критическими и прочими заболеваниями, травмами, инвалидностью, потерей трудоспособности).

В результате роста значимости рынка альтернативных инструментов, предлагаемых некредитными финансовыми организациями, возрастает степень интеграции НФО в финансовую систему России. На текущий момент риски от вложения населения в альтернативные инструменты являются ограниченными. Банк России следит за возможными рисками и проводит консультации с рынком по возможностям вложений различных категорий инвесторов, прежде всего непрофессиональных участников, в сложные продукты, в том числе в структурные обли-

гации. С учетом специфики альтернативных инструментов инвестирования Банк России считает важным контролировать риски миссинга на рынке данных услуг.

Врезка 7. Структура финансовых вложений населения в других странах

После глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. в большинстве развитых стран центральные банки снизили процентные ставки до рекордно низкого уровня в целях борьбы с последствиями кризиса, стимулирования экономического роста и предотвращения дефляции. В некоторых странах, таких как Дания, Япония, Швейцария, а также в еврозоне процентные ставки вышли в отрицательную зону. В настоящее время продолжающееся смягчение денежно-кредитной политики наблюдается в связи с распространением пандемии COVID-19. [Во многих странах ОЭСР \(14 из 37\) центральные банки в течение 2020 г. снизили процентные ставки.](#)

Среда низких процентных ставок, с одной стороны, способствует удешевлению привлечения заемщиками финансирования и увеличению потребления, однако, с другой стороны, одновременно с этим возрастают риски для инвесторов, которые начинают приобретать более рискованные активы в поиске высоких доходностей.

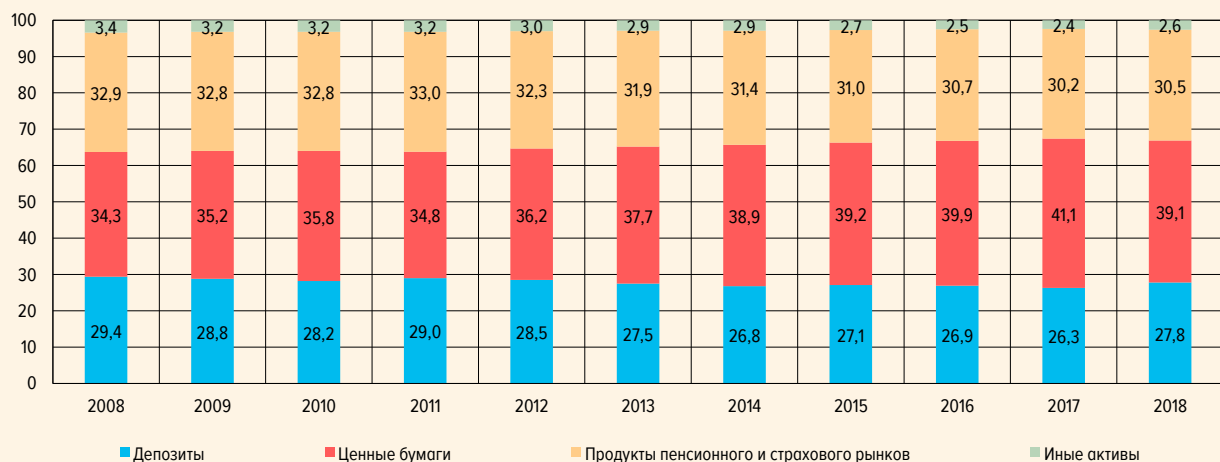
Если проанализировать динамику структуры¹ сбережений населения мира за десятилетие (рис. 53), можно отметить, что растет доля сбережений населения в ценных бумагах (около 39% по итогам 2018 г.), доля других направлений снижается. При этом вторыми по популярности являются продукты пенсионного и страхового рынков (31% по итогам 2018 г.); на депозиты приходится 28%.

При этом для Северной Америки характерно превалирование доли вложений в рынок ценных бумаг (51%), пенсионные фонды и страховые организации (32%), на депозиты приходится лишь 14%. Основная доля инвестиций населения Западной Европы сосредоточена в пенсионных фондах и страховых организациях (39%), депозитах (31%) и ценных бумагах (27%). Структура сбережений населения Восточной Европы, напротив, характеризуется высокой долей вложений в депозиты (55%), на рынок ценных бумаг приходится 27%, рынок страховых и пенсионных услуг – 11%.

Снижение привлекательности пенсионных продуктов связано с сокращением их доходности на фоне падения после глобального финансового кризиса доходности облигаций – основных базовых активов указанных институтов. Снижение доходности облигаций подталкивает управляющие компании пенсионных фондов к вложениям в более рискованные активы – акции и недвижимость, что на фоне роста продолжительности жизни приводит к возрастающим дефицитам фондов и невозможности выполнить обязательства перед пенсионерами. Учитывая значительную роль рынка пенсионных фондов² в развитых странах, это может выступать потенциальной угрозой роста системных рисков в этих государствах.

ДИНАМИКА СТРУКТУРЫ СБЕРЕЖЕНИЙ НАСЕЛЕНИЯ МИРА ПО ТИПАМ АКТИВОВ (%)

Рис. 53



Источник: Allianz Global Wealth Report 2019.

¹ Allianz Global Wealth Report 2019.

² Средний показатель объема совокупных активов пенсионных фондов относительно ВВП в странах ОЭСР составил более 130% в 2018 году. В некоторых странах, таких как Дания, указанная доля достигает значения более 200%, в Нидерландах – более 180%, в Исландии – более 160%.

В данных условиях наблюдается восстановление интереса населения к рынку ценных бумаг, в том числе рост вложений в инвестиционные фонды. С каждым годом отрасль инвестиционных фондов играет все большую роль в мировой экономике. Объем активов инвестиционных фондов в целом по миру на конец 2019 г. составил 55 трлн долл. США³ (64% мирового ВВП) по сравнению с 24 трлн долл. США (38% мирового ВВП) на конец 2008 года. Одним из наиболее важных системных рисков рынка инвестиционных фондов на текущий момент является риск ликвидности. В рамках поддержки рынка в период пандемии ведущие центральные банки расширяли механизмы репо. С целью повышения ликвидности инструментов фондового рынка центральные банки также расширяли программы покупки активов, при этом указанная мера в том числе оказала положительное влияние на ликвидность инструментов, составляющих портфель активов инвестиционных фондов. В связи с ростом уязвимостей, связанных с рисками сектора некредитных финансовых организаций, усиление их регулирования стало одним из приоритетных вопросов работы Совета по финансовой стабильности⁴.

³ По данным ICI Global.

⁴ Global Financial Stability Report, October 2020.

3.3. ПРОЦЕНТНЫЕ РИСКИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА

В условиях снижения процентных ставок в России до исторически минимальных значений процентный риск банковского портфеля становится все более значимым. Эпизод начала 2015 г. показал, что по уровню потерь процентный риск может быть сравним с кредитным риском и даже способен превосходить его. В тот период масштабная реализация процентного риска была вызвана экстраординарным ростом ставок. В настоящее время уязвимость банков к процентному риску растет на фоне сокращения срочности пассивов и увеличения доли долгосрочных активов (в частности, ипотеки), а также в условиях традиционно распространенных «встроенных опциональностей» в банковские продукты. Рост доли вложений в ОФЗ с переменным купоном и переход к корпоративному кредитованию по плавающим ставкам способствуют ограничению процентного риска. Для снижения подверженности процентному риску банкам можно рекомендовать увеличивать срочность привлекаемых средств и развивать кредитование по плавающим ставкам. При этом плавающие ставки должны предлагаться таким клиентам и на таких условиях, чтобы рост процентных ставок не привел к реализации кредитных рисков. Особенно осторожно следует подходить к розничному кредитованию по плавающим ставкам.

Текущая ситуация, усиление гэп-риска и базисного риска

С января по сентябрь 2020 г., несмотря на пандемию, чистый процентный доход (ЧПД) банковского сектора увеличился до 2,7 трлн руб. (против 2,6 трлн руб. в I–III кварталах 2019 г.) (рис. 54). Чистая процентная маржа (ЧПМ) незначительно снизилась, оставшись вблизи 5% (4,9% по состоянию на 01.10.2020)²⁶ (рис. 55)²⁷. Основным источником роста по-прежнему выступал ЧПД по операциям с физическими лицами (прирост составил около 251 млрд руб. за девять месяцев 2020 г. по сравнению с аналогичным периодом 2019 г.). При этом ЧПД по операциям с юридическими лицами и прочие ЧПД несколько снизились.

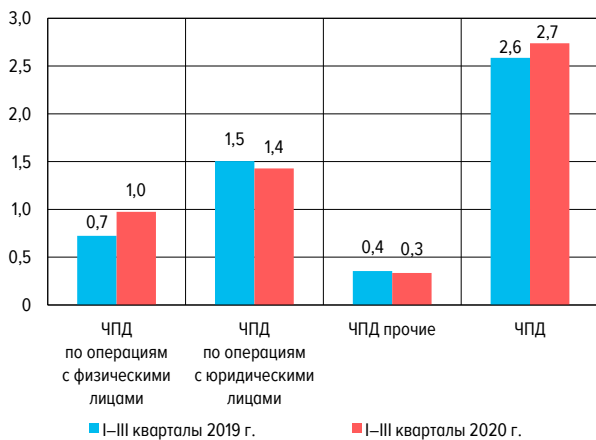
Однако такой рост доходов был достигнут банками за счет большего принятия на себя процентного риска: снижения срочности пассивов и повышения срочности активов. Ожидая снижения процентных ставок, кредитные организации выстраивали процентную политику по депозитам таким образом, чтобы привлекать больше краткосрочных средств (преимущественно – средств на текущих счетах): премия за срочность по вкладам физических лиц в первом полугодии 2020 г. была минимальной. В III квартале 2020 г. премия за срочность

²⁶ По действующим банкам (без НКО).

²⁷ Значения отличаются от данных, представленных в Обзоре банковского сектора Российской Федерации и предыдущих выпусках Обзора финансовой стабильности, в связи с изменением методики агрегации символов формы отчетности 0409102, а также исключением эффекта МСФО 9. Использование данной методики планируется в Обзоре банковского сектора Российской Федерации начиная с данных за IV квартал 2020 года.

ЧПД БАНКОВСКОГО СЕКТОРА
(ТРЛН РУБ.)

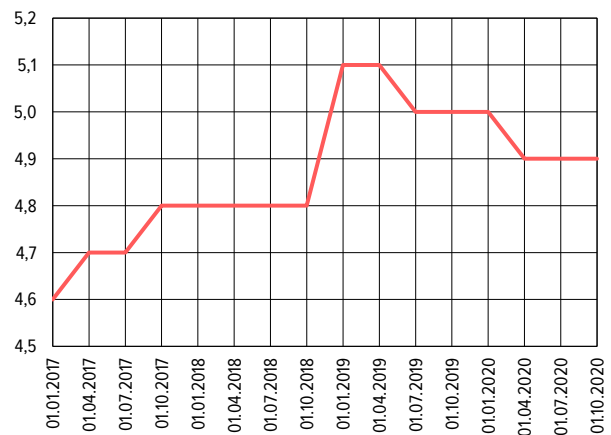
Рис. 54



Источник: форма отчетности 0409102.

ЧПМ БАНКОВ
(%)

Рис. 55



Источники: формы отчетности 0409101, 0409102.

РАЗНИЦА МЕЖДУ СТАВКАМИ ПО ДЕПОЗИТАМ
В РУБЛЯХ НА СРОКИ СВЫШЕ 1 ГОДА И ДО 1 ГОДА
(п.п.)

Рис. 56

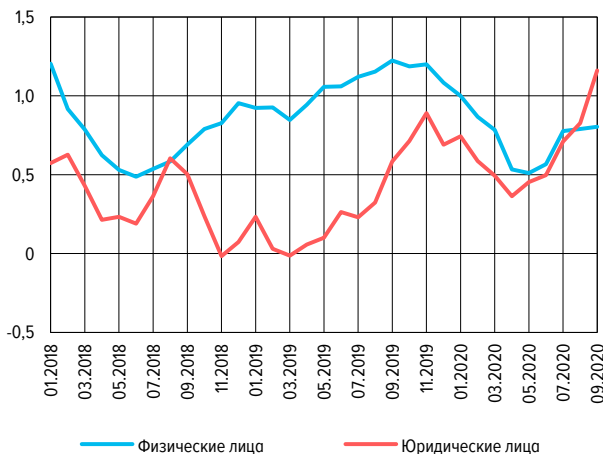
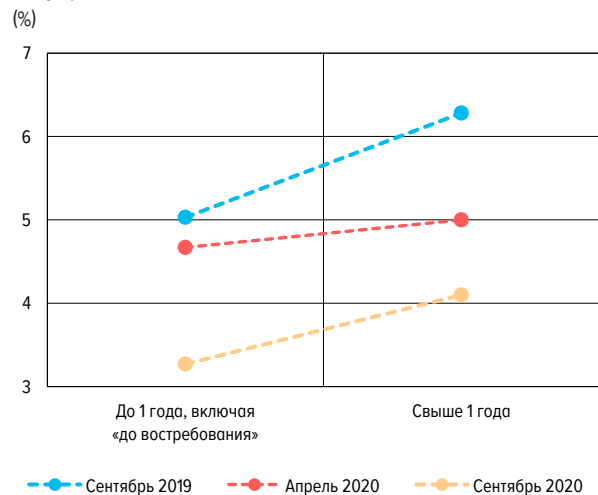
Источник: [данные](#), опубликованные на сайте Банка России.ДОХОДНОСТЬ ВКЛАДОВ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ
В РУБЛЯХ (%)

Рис. 57

Источник: [данные](#), опубликованные на сайте Банка России.

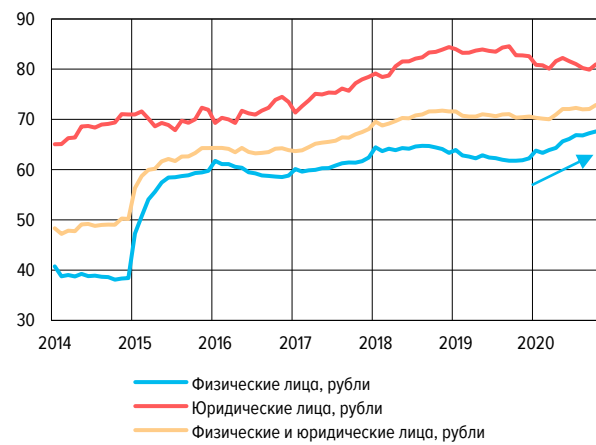
на депозитном рынке несколько увеличилась по сравнению с началом 2020 г. (рис. 56), однако в розничном сегменте остается ниже уровней 2019 г. (рис. 57). В результате доля краткосрочных вкладов физических лиц увеличилась с начала года на 3,0 п.п., до 62,5% к 01.10.2020 (с 64 до 68% по вкладам в рублях (рис. 58) и с 42 до 44% по вкладам в иностранной валюте (рис. 59). В корпоративном сегменте также произошло сокращение срочности привлеченных средств: наблюдались рост депозитов на срок до 30 дней и снижение прочих краткосрочных депозитов со сроком до 1 года.

На фоне возросшего дисбаланса активов и пассивов по срочности увеличилась подверженность кредитных организаций процентному риску (гэп-риск) (рис. 60). За период с 01.10.2019 по 01.10.2020 оценка величины гэп-риска на горизонте 1 год (при шоке ставок в размере 400 б.п.²⁸) увеличилась с 338 до 348 млрд руб., что эквивалентно 3,1% капитала банковского сектора.

²⁸ 400 б.п. – уровень шока ставок по рублям, рекомендованный Базельским комитетом по банковскому надзору (БКБН) при оценке процентного риска в соответствии со стандартизированным подходом по методу изменения ЧПД (стандарт БКБН «Процентный риск по банковскому портфелю» – «Interest rate risk in the banking book», 2016).

ДОЛЯ ДЕПОЗИТОВ* В РУБЛЯХ СРОКОМ ДО 1 ГОДА В ОБЩЕЙ СТРУКТУРЕ РУБЛЕВЫХ ДЕПОЗИТОВ

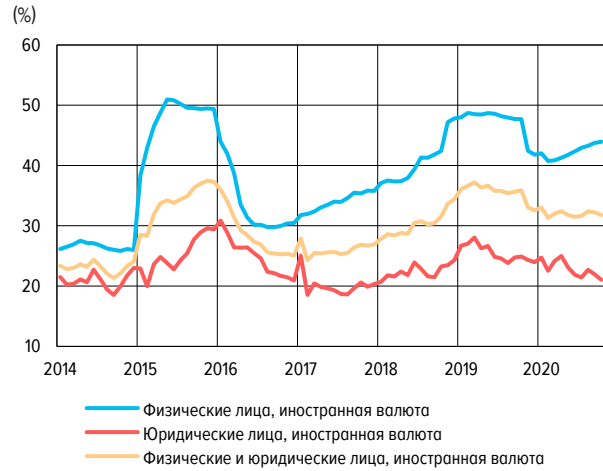
Рис. 58



* Данные по физическим лицам на графиках включают остатки средств на счетах.
Источник: форма отчетности 0409101.

ДОЛЯ ДЕПОЗИТОВ В ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЕ СРОКОМ ДО 1 ГОДА В ОБЩЕЙ СТРУКТУРЕ ВАЛЮТНЫХ ДЕПОЗИТОВ

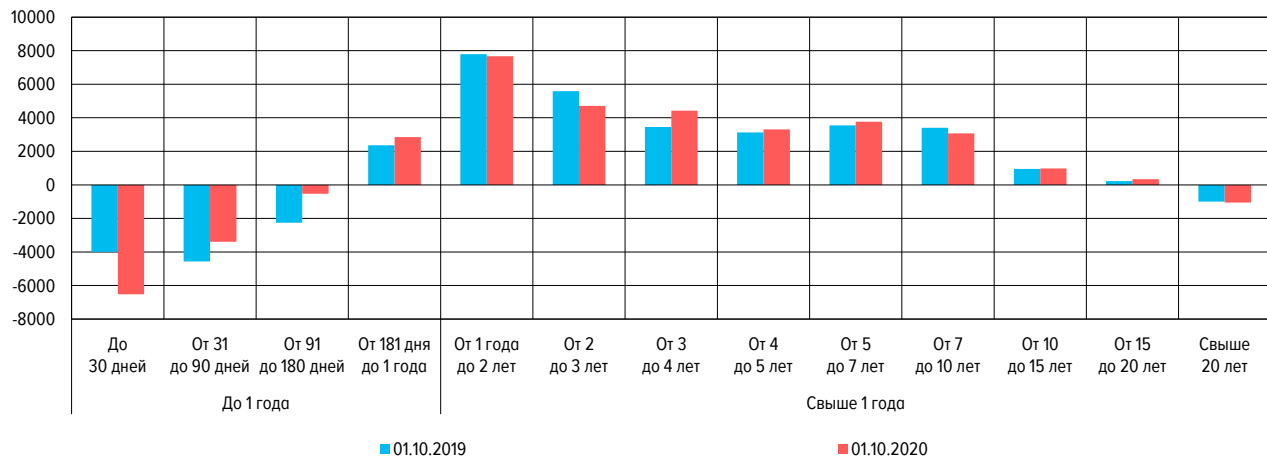
Рис. 59



Источник: форма отчетности 0409101.

ДИНАМИКА ПРОЦЕНТНОГО ГЭПА БАНКОВСКОГО ПОРТФЕЛЯ ПО ОПЕРАЦИЯМ В РУБЛЯХ (МЛРД РУБ.)

Рис. 60



Источник: форма отчетности 0409127.

Таким образом, формирование пассивов за счет более краткосрочных средств способствует росту чистого процентного дохода в условиях снижения ключевой ставки, однако увеличивает уязвимость банков к процентному риску в долгосрочном периоде.

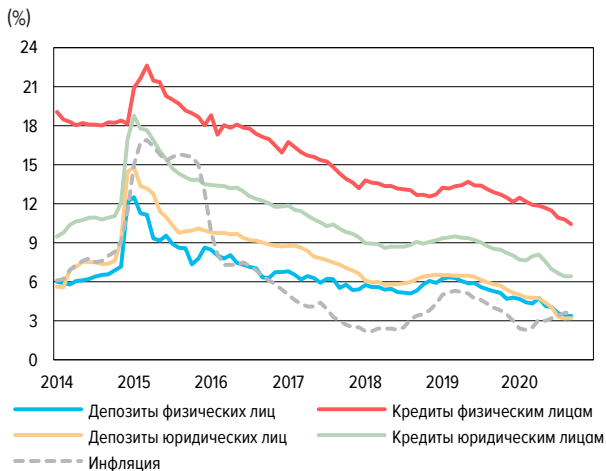
Кроме того, на фоне снижения процентных ставок до минимальных уровней (рис. 61) наблюдается рост интереса граждан к альтернативным инструментам сбережений (подробнее см. в подразделе 3.2 «Риски, связанные с перетоком сбережений из депозитов на фондовый рынок»), что может увеличить конкуренцию на рынке депозитов и препятствовать снижению депозитных ставок вслед за ключевой ставкой. Частично такое поведение вкладчиков может объясняться действиями самих банков, расширяющих линейку продуктов в области альтернативных инвестиций с целью получения дополнительного комиссионного дохода и перекладывания рыночного риска на клиентов.

На фоне снижения процентных ставок на российском финансовом рынке процентный спред между стоимостью привлечения и размещения²⁹ сокращался до 2018 г., но в последние два года величина спреда оставалась достаточно стабильной (рис. 62). Однако в случае дальнейшего снижения ставок по кредитам в условиях ограниченной возможности продолжения сни-

²⁹ Рассчитан на основе [данных](#), опубликованных на сайте Банка России.

СТАВКИ ПО Вновь ВЫДАННЫМ КРЕДИТАМ И ПРИВЛЕЧЕННЫМ ДЕПОЗИТАМ В РУБЛЕВОМ СЕГМЕНТЕ

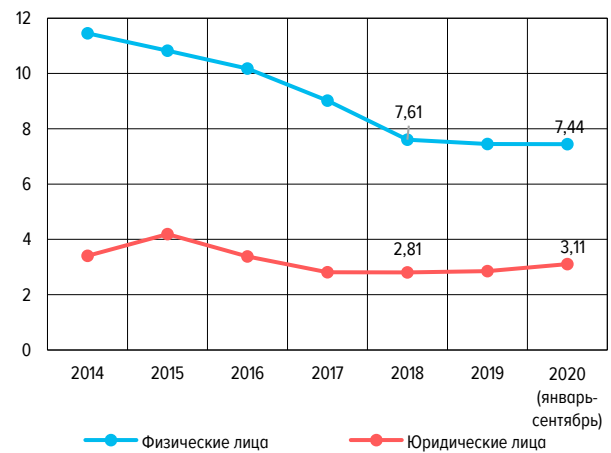
Рис. 61



Источник: [данные](#), опубликованные на сайте Банка России.

ПРОЦЕНТНЫЙ СПРЕД В РУБЛЕВОМ СЕГМЕНТЕ (п.п.)

Рис. 62



Источник: [данные](#), опубликованные на сайте Банка России.

жения ставок по депозитам можно ожидать уменьшения чистой процентной маржи банков. Отсутствие полной положительной корреляции ставок по кредитам и депозитам можно рассматривать в качестве одного из проявлений базисного процентного риска.

Таким образом, при бизнес-планировании банкам следует учитывать возрастающее значение процентного риска в условиях низких ставок, принимать меры по повышению срочности привлекаемых средств.

Переход к плавающим процентным ставкам

Несмотря на то что трансформация краткосрочных пассивов в долгосрочные активы является ключевой функцией банковской системы, возникающий процентный риск в будущем может повышать уязвимость российской банковской системы. При этом во многих странах банки активно снижают подверженность процентному риску за счет плавающих ставок (см. врезку 8 «Риски и выгоды распространения плавающих процентных ставок. Международный опыт»).

Врезка 8. Риски и выгоды распространения плавающих процентных ставок. Международный опыт

Кредитование под плавающую ставку – явление достаточно распространенное как в развитых странах, так и в странах с формирующимися рынками. При этом, как правило, плавающие ставки преобладают в кредитовании юридических лиц. В частности, в еврозоне доля кредитов с плавающей ставкой, выданных физическим лицам и нефинансовым компаниям, в августе 2020 г. составила 57%, в то время как доля плавающих ставок в ипотеке составляет всего 15,7% (рис. 63). Однако этот показатель занижает долю кредитов с переменной ставкой, поскольку в Европе помимо чисто плавающих ставок широко распространены кредиты с «комбинированной» ставкой, когда ставка фиксируется на определенный срок после выдачи кредита (например, на 5 лет), а затем подлежит пересмотру. Так, в Австрии доля такой ипотеки составляет 57%, в Чехии – 46%, в Греции – 93%, в Италии – 67%, в Великобритании – 91%. Таким образом, процентный риск в ипотеке разделен между банком и заемщиком.

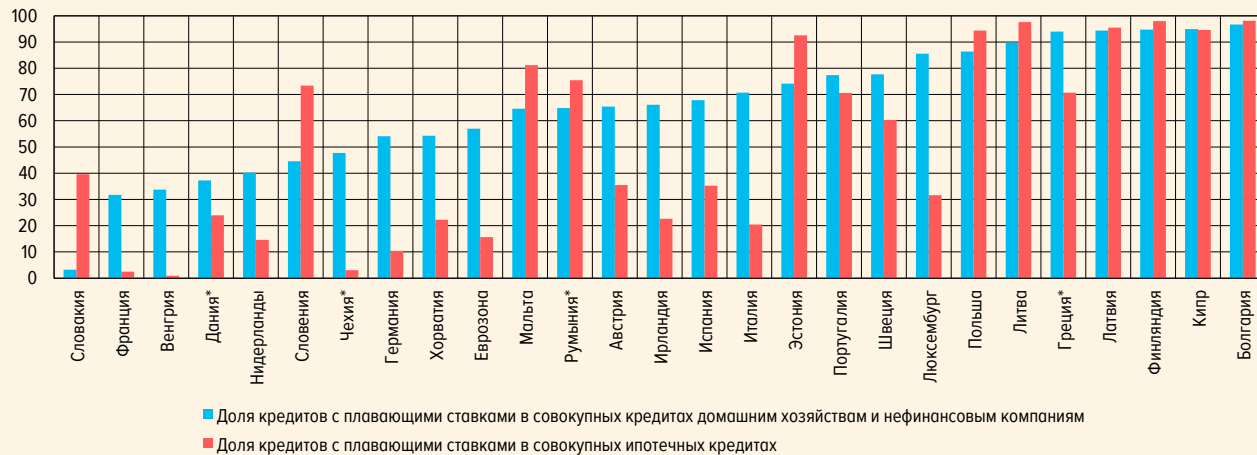
В целом в еврозоне заметен тренд на снижение доли кредитов с плавающей ставкой (рис. 64). За 10 лет доля кредитования нефинансового сектора по плавающей ставке снизилась с 81% (в августе 2010 г.) до 57% (в августе 2020 г.), доля ипотечных кредитов с плавающей ставкой – с 33 до 16% соответственно.

Для многих стран с формирующимися рынками в условиях высокой инфляции было характерно преобладание плавающих ставок. В ЮАР доля ипотеки с плавающими ставками достигает 95% (средний уровень инфляции в 2010–2020 гг. составил 5,16%). В Бразилии только в 2020 г. крупнейший банк Caixa Econômica Federal объявил о намерении начать выдачу ипотечных кредитов по фиксированной ставке, до этого все кредиты выдавались по плавающим ставкам (средний уровень инфляции – 5,82%).

ДОЛЯ КРЕДИТОВ С ПЛАВАЮЩИМИ СТАВКАМИ В СОВОКУПНЫХ КРЕДИТАХ НЕФИНАНСОВОМУ СЕКТОРУ И В ИПОТЕКЕ

Рис. 63

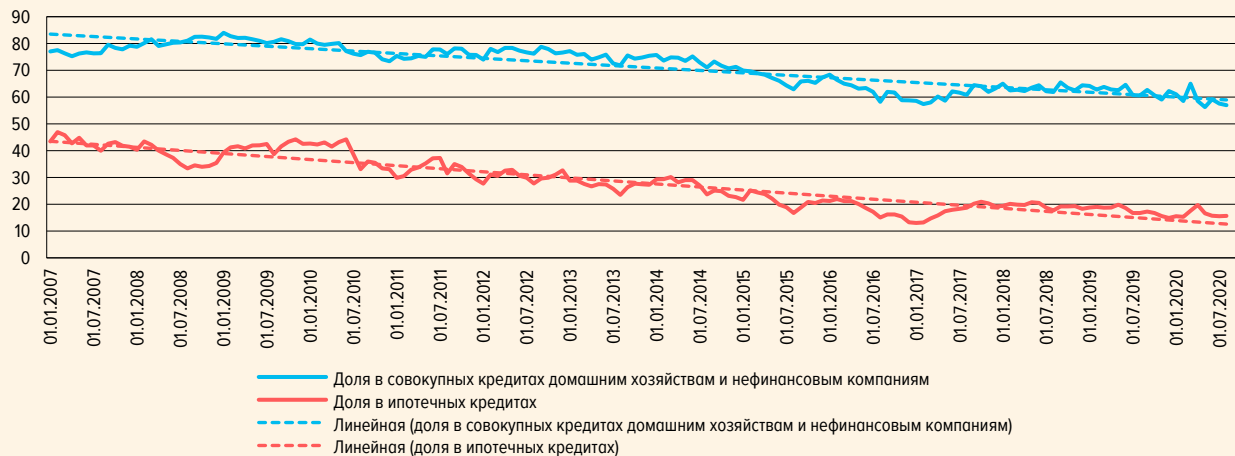
(% НА 31.08.2020)

* Статистика на последнюю доступную дату в 2020 году.
Источник: статистика ЕЦБ.

ДОЛЯ КРЕДИТОВ С ПЛАВАЮЩЕЙ СТАВКОЙ В СОВОКУПНЫХ КРЕДИТАХ НЕФИНАНСОВОМУ СЕКТОРУ И В ИПОТЕКЕ В ЕВРОЗОНЕ В 2007–2020 ГОДАХ

Рис. 64

(%)



Источник: статистика ЕЦБ.

Кредитование и иные формы заимствований по плавающим процентным ставкам имеют преимущества как для кредиторов, так и для заемщиков по сравнению с кредитованием по фиксированным ставкам, однако несут дополнительные риски.

К основным **преимуществам** кредитования по плавающим ставкам можно отнести передачу процентного риска от банков заемщикам, что дает банкам возможность наращивать кредитование даже в условиях коротких пассивов, а также при прочих равных условиях устанавливать более низкую ставку, чем уровень фиксированной ставки. Кроме того, уменьшаются транзакционные издержки кредиторов и заемщиков, поскольку не требуется рефинансирование кредита по более низкой ставке в случае снижения ставок. Клиент автоматически получает снижение платежа при снижении ставок на рынке.

Кредитование и иные формы заимствований по плавающим ставкам несут также и определенные **риски** для его сторон. В случае существенного повышения ставок может ухудшиться способность заемщика обслуживать долг, могут реализоваться риски финансовой стабильности, негативные социальные и макроэкономические последствия. Это вероятно в случае стресса: в обычной ситуации существует «естественное хеджирование»: центральный банк обычно повышает ставки в условиях высокой инфляции, когда номинальные доходы бизнеса и населения, скорее всего, растут. Большая доля кредитов с плавающими ставками в активах банков усложнит реализацию денежно-кредитной поли-

тики центрального банка: в случае необходимости повышения ключевой ставки может происходить ускоренный рост долговой нагрузки заемщиков – субъектов реального сектора.

В теории и на практике сохраняется вопрос о том, в какой степени такая передача риска от банка заемщику способствует более эффективному распределению риска в системе. БМР¹ отмечает, что передача банком риска фондирования предприятиям-заемщикам, которые лучше приспособлены к управлению таким риском, должна повышать финансовую стабильность. Риск роста процентных ставок потенциально менее опасен для компаний (по сравнению с домашними хозяйствами).

На основе анализа международной практики можно сделать вывод, что специфическое регулирование кредитования по плавающей ставке в основном применяется в отношении кредитования физических лиц, так как в отличие от компаний для них характерны ограниченные возможности по управлению процентным риском. Такие меры включают в себя оценку платежеспособности заемщика в случае роста ставки кредитования, макропруденциальные ограничения, регулирование ставки кредитования, требования о конвертации кредита с плавающей ставкой в кредит с фиксированной ставкой.

Основной подход к регулированию ипотечного кредитования по плавающей ставке – требования к банкам по проверке способности обслуживания кредита заемщиком в случае роста ставки. Подобные требования применяются в Великобритании, Канаде, Чехии, Польше, Финляндии, Норвегии и Австралии. Регуляторы некоторых стран предписывают уровень ставки, который необходимо использовать при проверке способности заемщика обслуживать долг (6% – в Финляндии), в других странах оговаривается надбавка к ставке кредитования для тестирования заемщика (в частности, +2,5% – в Австралии, +2% – в Чехии).

Израиль и Венгрия применяют в отношении кредитования по плавающей ставке специальные количественные ограничения. В Венгрии требования к коэффициенту *payment-to-income* (PTI) дифференцированы в зависимости от уровня дохода заемщика и срока фиксации процентной ставки: чем больше срок, в течение которого ставка зафиксирована, тем выше допустимый PTI (минимальный уровень PTI соответствует сроку фиксации ставки в 5 лет).

Ряд стран устанавливают требования к ставке кредитования, что позволяет ограничить ее диапазон колебаний. В частности, Национальный банк Румынии ввел обязательный для применения индикатор для плавающих ставок по всем типам кредитов (IRCC)², к которому банк может добавить фиксированный процент, неизменный для всего периода действия кредитного договора. Для снижения рисков кредитов с плавающей процентной ставкой как для заемщика (в случае роста ставок), так и для кредитора (в случае снижения ставок) регулятор может устанавливать лимиты на максимальные и минимальные возможные значения процентной ставки. Согласно законодательству США, при ипотечном кредитовании по плавающей ставке банки обязаны отражать в договоре максимальный уровень, до которого она может вырасти, при этом решение об уровне остается на усмотрение банка.

В ряде стран регуляторы устанавливают требования, ориентированные на дополнительную защиту заемщиков от процентного риска, в частности обязательство банков конвертировать кредиты по плавающей ставке в кредиты с фиксированной ставкой по заявке заемщика (Польша, Венгрия).

Помимо использования плавающей процентной ставки в целях управления процентным риском, в банках широко распространено использование комиссий за досрочное погашение кредита. Такой тип комиссии наиболее часто применяется в отношении кредитов с фиксированной ставкой, в то время как по кредитам с плавающей ставкой комиссия либо низкая, либо полностью отсутствует. К примеру, в США по ипотечным кредитам с плавающей ставкой запрещено взимать комиссии за досрочное погашение, по кредитам с фиксированной ставкой – через три года после выдачи. В России комиссии за досрочное погашение по кредитам гражданам запрещены законодательно.

¹ [BIS. Towards better reference rate practices: a central bank perspective. March 2013.](#)

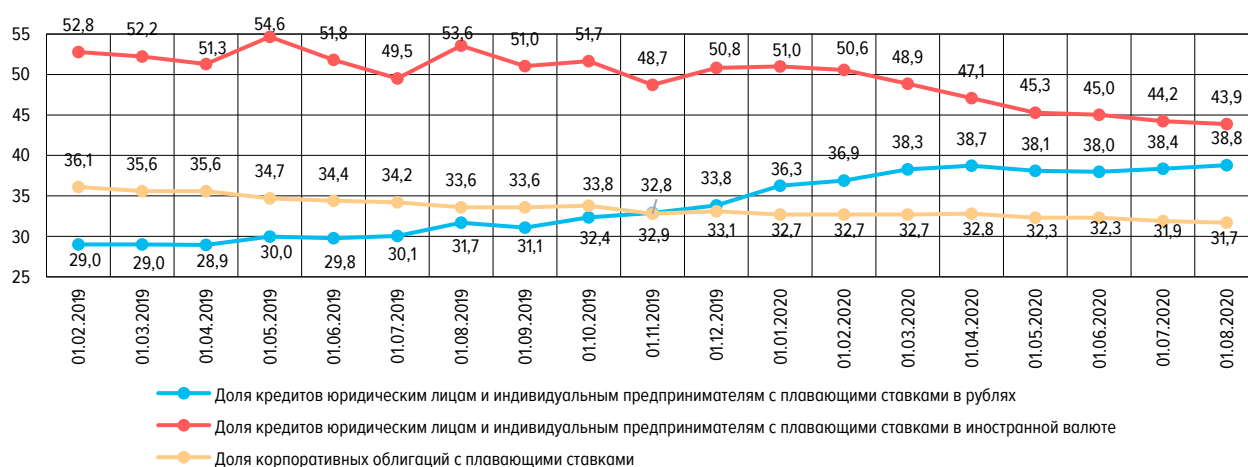
² Рассчитывается как среднее арифметическое дневных ставок по межбанковским операциям в течение квартала, а дневные ставки – как среднее значение ставок за день, взвешенное по объему операций.

Как уже было отмечено выше, Минфин России начиная с августа 2020 г. увеличил размещение инструментов с переменным купоном, привязанным к RUONIA. Основными покупателями на аукционах ОФЗ-ПК являются СЗКО. Высокий спрос на ОФЗ-ПК со стороны банков-резидентов отчасти обусловлен использованием данных бумаг в качестве инструмента управления процентным риском. Тем не менее на данный момент совокупный объем ОФЗ с плавающим купоном является не очень существенным относительно активов банковского сектора³⁰.

³⁰ Доля ОФЗ-ПК в активах банков составляет 1,89% на 01.10.2020.

ДОЛЯ КОРПОРАТИВНЫХ КРЕДИТОВ И ОБЛИГАЦИЙ С ПЛАВАЮЩЕЙ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКОЙ (%)

Рис. 65



Источники: Банк России, Cbonds.ru.

Что касается кредитования юридических лиц и индивидуальных предпринимателей, то доля кредитов по плавающим ставкам составляет 40,1% от объема кредитов данным заемщикам³¹ (рис. 65). Наиболее активный рост доли таких кредитов наблюдался в 2018–2019 годах. Так, на начало 2018 г.³² доля кредитов юридическим лицам и индивидуальным предпринимателям в рублях по плавающей ставке составляла 13,7%, в валюте – 38,7%, а на начало 2020 г. доля кредитов по плавающим ставкам в рублях составляла уже 36,3%, в валюте – 51,0%. За период с 01.01.2020 по 01.08.2020 доля задолженности юридических лиц и индивидуальных предпринимателей по кредитам с плавающими ставками в рублях продолжила свой рост и достигла 38,8%, тогда как доля таких кредитов в валюте снизилась до 43,9%.

В настоящий момент банки предлагают более низкую текущую ставку по кредитам с плавающей ставкой, чем по кредитам с фиксированной ставкой. Разница фиксированной и плавающей ставок по кредитам юридическим лицам в момент выдачи составила в среднем 0,7 п.п. в первом полугодии 2020 года. В связи с достижением рублевыми ставками исторически минимального уровня вероятно увеличение интереса заемщиков к кредитованию по фиксированным ставкам, что может привести к стабилизации доли кредитов по плавающим ставкам.

Совокупный объем находящихся в обращении корпоративных облигаций с плавающей процентной ставкой по состоянию на 01.10.2020 составляет 4,7 трлн руб.³³, их доля от общего объема корпоративных облигаций – 32,0%.

Для банка важно корректно оценить кредитоспособность заемщика в сценарии роста ставок и найти баланс между передачей процентного риска конечному заемщику и возможным увеличением его кредитного риска. Кроме того, при кредитовании по плавающим ставкам можно рекомендовать банкам использовать ограничения максимальной величины увеличения ставки (кэпы³⁴).

Для розничного кредитования угроза реализации кредитного риска в случае передачи процентного риска заемщику потенциально более опасна, чем для корпоративного кредитования. В настоящее время в России плавающие ставки при кредитовании физических лиц практически не используются (доля задолженности по ссудам с использованием плавающих ставок

³¹ По данным формы отчетности 0409303 на 01.08.2020.³² По данным формы отчетности 0409303 на 01.02.2018.³³ К выпускам с плавающей ставкой здесь отнесены бумаги, у которых ставка купона привязана к какой-либо базовой ставке (RUONIA и прочие).³⁴ Ограничение сверху / потолок ставок.

в портфеле ипотечных жилищных кредитов составляет менее 0,1%), хотя законодательством они не запрещены. В условиях достижения ставками в России минимального уровня банки могут быть заинтересованы в развитии ипотеки по плавающим ставкам.

Чтобы плавающие ставки действительно снижали риски банковского сектора, они должны предлагаться только тем заемщикам, долговая нагрузка которых останется приемлемой даже при повышении ставок. В целях корректной оценки платежеспособности заемщика Банк России готов учесть в методике расчета ПДН особенности кредитов с плавающими ставками. Широкое распространение плавающих ставок потенциально может нести системные эффекты, в результате которых финансовое положение заемщиков ухудшится сильнее, чем может ожидать отдельный кредитор, поэтому в данном случае Банк России будет оценивать целесообразность использования макропруденциальных инструментов.

3.4. КЛИМАТИЧЕСКИЕ РИСКИ

В последнее время в международной регуляторной повестке повышается значимость климатических рисков, что связано с осознанием финансовых и репутационных последствий их реализации, а также с давлением со стороны инвесторов и общественности. Пандемия COVID-19 и введение карантинных мер (закрытие ряда предприятий, ограничение воздушно-го, железнодорожного и автомобильного движения) оказали краткосрочный положительный эффект на экологию благодаря снижению выбросов в атмосферу. Однако в долгосрочной перспективе наблюдается отрицательный эффект, так как пандемия уменьшила потенциал компаний по финансированию перехода к низкоуглеродной экономике.

Климатические риски могут оказать значительное влияние на реальный и финансовый секторы экономики и финансовую стабильность в целом, поэтому необходимо понимать, через какие каналы два основных вида климатических рисков – физические и переходные – распространяются в экономике. Под физическими рисками понимаются риски реализации финансовых потерь в результате природных катастроф и постепенного изменения климата (например, изменение температуры, количества осадков, уровня моря и так далее). Переходные риски – это риски возникновения финансовых потерь в процессе перехода к низкоуглеродной экономике.

Каналы распространения физических рисков

Через реальный сектор экономики климатические риски оказывают влияние на финансовый сектор и увеличивают следующие риски:

1. Кредитный риск – растет вероятность дефолта компаний и домохозяйств из-за обесценивания имущества, потери доходов и изменения рыночной конъюнктуры.
2. Рыночный риск – переоценка активов (в том числе акций) институтов на фоне реализации природных катастроф или из-за изменения предпочтений потребителей и инвесторов.
3. Операционный риск – нарушение цепи поставок, временное закрытие предприятий из-за проведения ремонтных и технологических работ.
4. Риск ликвидности – преимущественно реализуется за счет падения стоимости активов и роста спроса на ликвидные средства, повышения риска рефинансирования.

Физические климатические риски оказывают прямое влияние на реальный сектор на микро- и макроуровне. При их реализации происходит обесценивание имущества, изменение структуры издержек, ограничение деятельности, потеря доходов, что вызывает уменьшение предложения, рост цен и банкротства. Значительные потери от реализации физического риска могут приводить к снижению ВВП. При одновременной реализации климатических рисков у многих экономических агентов можно ожидать реализации рыночного, кредитного и операционного рисков, а также риска ликвидности в финансовом секторе.

Реализация рыночных и кредитных рисков может привести к снижению стоимости инвестиций, повышению стоимости кредитов для домашних хозяйств и корпоративного сектора,

а также к сокращению объема кредитования. Отдельно следует отметить, что рыночные и кредитные риски, связанные с реализацией физических рисков, могут быть сконцентрированы в определенных секторах экономики (например, в капиталоемких секторах).

Вследствие масштабной реализации климатических рисков могут увеличиться риски ликвидности финансовых институтов, в частности за счет падения стоимости активов и роста спроса на ликвидные средства из-за увеличения рисков.

Реализация операционных рисков может привести к сбоям в предоставлении услуг реальному сектору экономики, что чревато усилением рисков для финансовой стабильности.

Увеличение частоты природных катастроф может способствовать росту стоимости страхования или выходу страховых компаний из определенных высокорисковых сегментов страхового рынка, что, в свою очередь, увеличит долю незастрахованных объектов и может сказаться на стоимости активов.

Каналы распространения переходных рисков

Переходные климатические риски оказывают прямое влияние на доходы реального сектора. Из-за изменения в предпочтениях потребителей и инвесторов, а также законодательного регулирования (например, внедрение углеродного налога) в разных странах растут инвестиции в экологические проекты за счет снижения вложений в «коричневые» отрасли. Происходит уменьшение стоимости активов компаний углеродоемких отраслей, меняется структура издержек мировой торговли.

Кредитные институты могут столкнуться с ростом кредитных рисков в результате снижения доходов заемщиков из уязвимых секторов и из-за снижения стоимости залогов по сделкам. Совокупное влияние данных факторов на экономику будет зависеть от масштаба вложений финансовых институтов в уязвимые секторы.

Увеличение числа судебных разбирательств у компаний углеродоемких отраслей может привести к росту финансовых и репутационных издержек как самих компаний, так и финансовых институтов, которые предоставляют услуги данным компаниям.

Подходы к снижению климатических рисков

Для снижения подверженности климатическим рискам необходимы меры как со стороны частного сектора, так и в сфере регулирования и надзора.

Финансовые институты для снижения уровня подверженности климатическим рискам могут осуществлять: разработку индикаторов для оценки климатических рисков; проверку заемщиков, инвесторов, клиентов на предмет уязвимости к климатическим рискам, в том числе учет климатических рисков при оценке кредитного риска заемщиков; включение системы управления климатическими рисками в систему корпоративного управления, стратегию и риск-менеджмент; использование сценарного анализа и стресс-тестирования для выявления и оценки потенциальных последствий от изменения климата.

В части регулирования и надзора в настоящее время зарубежные регуляторы начинают предпринимать шаги в области микропруденциальной (в форме надзорных ожиданий, руководств для компаний) и макропруденциальной политики (например, учет климатических рисков в мониторинге финансовой стабильности, стресс-тестировании). Международные подходы к оценке климатических рисков более подробно рассматриваются в Приложении 1.

Зарубежное законодательство по ограничению углеродных выбросов и его потенциальные последствия для российского корпоративного сектора

В целях удержания роста глобальной средней температуры многие страны ввели или прорабатывают введение регулирования в области ограничения углеродных выбросов в виде квот на выброс углерода в атмосферу или в виде углеродного налога. Такие меры потенциально могут влиять на российский корпоративный сектор. Для России наиболее значимыми являются планы по введению углеродного налога в Европейском союзе.

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

Механизм и сроки введения углеродного налога в ЕС находятся на стадии рассмотрения. Ожидается, что к импортируемым товарам будет применяться механизм «углеродного ценообразования» (введение НДС на углеродный след, оставляемый компаниями). Считается, что сбор может быть введен к началу 2022 года³⁵.

Вследствие того что 41,7%³⁶ всего российского экспортного товарооборота приходится на страны ЕС, углеродный налог на импорт станет важным вызовом для российских экспортеров. По данным ОЭСР, Россия занимает второе место после Китая по объему углеродоемкого экспорта в ЕС, а это около 150–200 млн тонн по всем товарам ежегодно³⁷.

По оценкам BCG³⁸ без учета товаров и услуг, которые пока не включены в механизм торговли квотами на выбросы парниковых газов ЕС (Emission trading scheme, ETS), налоговая база по новому сбору составит примерно 100–160 млн тонн углеродоемкого экспорта. Согласно исследованию, это приведет к дополнительным расходам для российских экспортеров на сумму около 3,0–4,8 млрд долл. США ежегодно (если весь объем выбросов будет облагаться налогом). Однако может быть принято решение, что облагаться сбором должно только превышение выбросов над допустимым значением, тогда нагрузка на российских экспортеров будет ниже.

Введение углеродного налога повлечет рост себестоимости товаров российских компаний-экспортеров по ряду отраслей, что может негативно сказаться на их рентабельности и привести к обострению конкуренции среди российских компаний, поставляющих товары в ЕС. Данные последствия особенно характерны для нефтегазовой и горнодобывающей отраслей. Например, если рост издержек приведет к повышению цен на российскую нефть, страны ЕС начнут наращивать поставки нефти из тех стран, где добыча оставляет меньший углеродный след. Производство удобрений, целлюлозно-бумажная и стекольная промышленность также могут ощутить значительную нагрузку в зависимости от типа введенного налога³⁹. Для экспортеров азотных удобрений углеродный налог может достигать 40–65% текущей экспортной стоимости, из-за чего российские производители могут лишиться доли рынка в ЕС, уступив позиции странам с меньшей углеродной интенсивностью. В то же время введение углеродного налога в ЕС может стать возможным для российских экспортеров, углеродный след которых ниже, чем у основных зарубежных конкурентов.

На 1 августа 2020 г. доля задолженности компаний, занимающихся деятельностью с высоким уровнем углеродного следа⁴⁰, в общем корпоративном портфеле составила 15,1% с долей просроченной задолженности 7,3%, что свидетельствует о потенциально значимых рисках для банковской системы.

³⁵ Эта дата не поменялась из-за распространения коронавирусной инфекции. ЕС считает, что лучше всего вводить налог в период восстановления мировой экономики.

³⁶ По данным Федеральной таможенной службы за 2019 год.

³⁷ OECD «Carbon emissions embodied in international trade».

³⁸ BCG. Углеродный вызов российским экспортерам. 29.07.2020.

³⁹ При введении налога на разницу между фактическими и эталонными выбросами, данные отрасли облагаться налогом не будут, так как их деятельность соответствует нормам ЕС, но при введении налога на все выбросы сбор составит более 40% от экспортной цены из-за высокой углеродной интенсивности в данных отраслях по сравнению с другими странами.

⁴⁰ Компании, занимающиеся добычей топливно-энергетических полезных ископаемых, целлюлозно-бумажным производством, производством кокса, нефтепродуктов и ядерных материалов, а также металлургическим производством.

Необходимо отметить, что с целью снижения последствий введения углеродного налога в ЕС для российских компаний следует действовать как на государственном уровне (разработка нормативно-правовой базы и стандартов отчетности и раскрытия информации по выбросам углерода, создание механизмов регулирования выбросов; поддержка отраслей, которые должны адаптироваться к переходной экономике, путем предоставления таргетированных налоговых льгот и преференций), так и на микроуровне (компаниям следует внедрять механизмы измерения углеродного следа, включать управление углеродным следом в стратегию компании, прорабатывать возможности снижения выбросов углерода путем модернизации производства).

Сейчас в России за счет формирования новой законодательной и нормативно-правовой базы, обеспечивающей использование современных технологий, создаются условия для увеличения ВВП при параллельном снижении уровня выбросов углерода. Однако, переход на «зеленые» технологии является весьма дорогостоящим, поэтому в целях содействия такому переходу Правительство Российской Федерации и Банк России разрабатывают ряд инструментов стимулирования (подробнее см. в Приложении 2).

ПРИЛОЖЕНИЯ

ПРИЛОЖЕНИЕ 1. РАЗВИТИЕ МЕЖДУНАРОДНЫХ ПОДХОДОВ К ОЦЕНКЕ КЛИМАТИЧЕСКИХ РИСКОВ

Осознавая потенциальное влияние климатических рисков на финансовую стабильность, регуляторы по всему миру разрабатывают подходы к их учету в регулировании и надзоре.

Международные стандарты по данной теме находятся в процессе разработки. В конце 2019 г. **Базельский комитет по банковскому надзору** создал специальную Рабочую группу по климатическим рискам (Task Force on Climate-related Financial Risks, TFCR), цели которой – учет климатических рисков в базельских стандартах и последующая разработка эффективных практик надзора, направленных на снижение климатических рисков. Группой будет подготовлен ряд докладов о финансовых рисках, связанных с изменением климата.

Для содействия внедрению климатических рисков и рисков окружающей среды в регулирование и надзор **Сообщество центральных банков и надзорных органов по повышению экологичности финансовой системы (NGFS)** в мае 2020 г. опубликовало **Руководство по внедрению в пруденциальный надзор климатического и экологического рисков**¹. Документ основан на результатах опроса 34 юрисдикций – членов NGFS и содержит пять рекомендаций для надзорных органов:

1. Рекомендуется установить, как климатические риски и риски окружающей среды влияют на финансовый сектор и экономику и насколько существенными эти риски могут быть для поднадзорных финансовых институтов.

2. Следует разработать четкую стратегию, организацию деятельности и адекватно распределить ресурсы для работы с климатическими рисками и рисками окружающей среды.

3. Необходимо оценить потенциальные риски поднадзорных финансовых институтов, уязвимых к климатическим рискам и рискам окружающей среды, и потенциальные потери в случае реализации данных рисков.

4. Рекомендуется разработать прозрачный пруденциальный подход к климатическим рискам и рискам окружающей среды.

5. Важно обеспечить надлежащее управление климатическими рисками и рисками окружающей среды со стороны поднадзорных финансовых институтов и при необходимости предпринимать действия для устранения данных рисков.

Активная работа по изучению влияния климатических рисков ведется на уровне стран, создаются внутрибанковские и межведомственные комитеты и рабочие группы².

На данный момент регулирование и надзор в основном сосредоточены на трех аспектах: 1) раскрытие информации о климатических рисках; 2) рекомендации финансовым организациям по учету климатических рисков в своей деятельности; 3) оценка подверженности поднадзорных организаций климатическим рискам в рамках стресс-тестирования.

1. Раскрытие информации о климатических рисках

Рекомендации регуляторов по раскрытию информации о климатических рисках можно разделить на два направления: рекомендации для широкого круга эмитентов (в том числе нефинансовых организаций) и рекомендации для поднадзорных финансовых организаций.

¹ [Guide for Supervisors Integrating climate-related and environmental risks into prudential supervision, May 2020.](#)

² Такие рабочие органы есть, например, в Банке Франции, Банке Италии, Банке Испании, Монетарном управлении Сингапура, Управлении по надзору за финансовыми сервисами Дубая, Банке Таиланда, Центральном банке Малайзии, Европейском банковском управлении, Европейской службе по надзору в сфере страхования и пенсионного обеспечения.

1.1. Раскрытие информации эмитентами/заемщиками

В конце 2015 г. при поддержке Совета по финансовой стабильности была образована **Рабочая группа по вопросам раскрытия финансовой информации**, относящейся к изменениям климата (TCFD)³. В 2017 г. TCFD представила рекомендации по раскрытию информации по четырём направлениям:

1. Управление – раскрытие информации об управлении рисками и возможностях, связанных с климатическими изменениями.
2. Стратегия – раскрытие информации по актуальному и потенциальному влиянию климатических рисков и возможностей на стратегию и финансовое планирование в организации.
3. Риск-менеджмент – раскрытие информации о процессах по выявлению, оценке и управлению климатическими рисками в организации.
4. Количественные и целевые показатели – раскрытие информации, используемой организацией для количественной оценки и управления климатическими рисками.

TCFD в своих докладах о мониторинге реализации рекомендаций указывает, что объем раскрытия информации о рисках, связанных с изменением климата, пока значительно меньше по сравнению с остальными направлениями.

В ведущих странах (Японии, ЕС, Австралии, Канаде, Китае и других) разработаны рекомендации/руководящие принципы/руководства по раскрытию информации о воздействии на экологию.

В частности, во **Франции** еще в 2010 г. вступил в силу закон «Grenelle II Act». В соответствии с ним компании, ценные бумаги которых котируются на фондовых биржах Франции, должны раскрывать в своих годовых отчетах информацию о социальных и экологических эффектах от своей деятельности или сообщать причину отсутствия этой информации в публичном доступе.

Народный банк Китая в 2006 году создал [централизованную систему кредитных историй](#) для раскрытия организациями информации о кредитах, административных штрафах и данных о соблюдении компаниями экологических норм. Комиссия по банковскому регулированию Китая осуществляет контроль за тем, чтобы коммерческие банки ограничивали выдачу кредитов организациям, нарушившим установленные требования.

В марте 2020 г. **Гонконгская биржа** (Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, HKEX) опубликовала обновленные руководства по отчетности в части ESG-факторов⁴. Обновления, направленные на ознакомление эмитентов с изменениями в предоставлении ESG-отчетности, включают:

- правила по шести направлениям (новые ESG-требования HKEX, действия правления, принципы составления отчетности, установка ориентиров, социальные KPI⁵, изменение климата);
- новые правила для совета директоров и правления, которые должны играть лидирующую роль во внедрении новых ESG-принципов;
- обновленный пошаговый порядок подготовки ESG-отчетности, включая дополнения к методологии расчета отдельных показателей.

1.2. Требования к раскрытию информации финансовыми компаниями

Требования к раскрытию финансовыми компаниями информации о подверженности климатическим рискам действуют пока в небольшом количестве юрисдикций.

³ Председателем TCFD является М. Блумберг, членами TCFD – представители крупнейших компаний частного сектора.

⁴ ESG – environmental (экология), social (социальное развитие), governance (корпоративное управление).

⁵ KPI – ключевые показатели эффективности.

В 2013 г. Комиссия по банковскому регулированию Китая запустила Систему статистического учета «зеленых» кредитов (Green Credit Statistics System – GCSS)⁶, в соответствии с которой банки должны классифицировать «зеленые» кредиты по двум категориям: (1) кредитование в целях развития «зеленой» энергетики и (2) кредитование проектов и услуг в области защиты окружающей среды и энергосбережения (данная категория кредитов также имеет 12 подгрупп). В 2014 г. были внедрены ключевые показатели эффективности внедрения проектов «зеленого» кредитования (*Key Performance Indicators of Green Credit Implementation*). Все банковские организации каждый год должны проводить оценку своих проектов по вышеперечисленным ключевым показателям и направлять результаты в Комиссию по банковскому регулированию.

В 2019 г. Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга опубликовала циркуляр для управляющих компаний паевых инвестиционных фондов о подробном раскрытии информации, касающейся финансовых продуктов в сфере «зеленых» финансов (цели инвестиций и описание инвестиционных стратегий, рисков и так далее).

В сентябре 2020 г. стало известно о том, что **Новая Зеландия** планирует ввести с 2023 г. обязательное раскрытие информации по управлению, риск-менеджменту и применению стратегий для снижения влияния климатических изменений в рамках внедрения рекомендаций TCFD⁷. Требования будут относиться к банкам, управляющим активами и страховым компаниям.

Также в сентябре 2020 г. **Центральный банк Бразилии** опубликовал повестку⁸ устойчивого развития для подготовки центрального банка к новым экономическим реалиям на фоне изменения климата. Повестка содержит пять разделов, один из которых касается адаптации регулирования: планируется провести совершенствование Положения о социально-экологической ответственности для финансовых институтов, разработку регулирования для повышения прозрачности информации о климатических рисках, создание «зеленого» сельского кредитного бюро, стимулирование предоставления «зеленых» сельских кредитов.

2. Рекомендации финансовым организациям по учету климатических рисков в своей деятельности

В отсутствие международных стандартов регулирования климатических рисков национальные регуляторы пока в основном ограничились разработкой рекомендаций в части риск-менеджмента и организации кредитного процесса.

В мае 2019 г. **Монетарное управление Гонконга** (НКМА) представило следующий трехэтапный подход к экологически безопасному и устойчивому банкингу⁹:

1. Разработка подхода для оценки «базового уровня экологичности» отдельных банков. НКМА будет сотрудничать с соответствующими международными организациями для оказания технической поддержки банкам в Гонконге, чтобы более эффективно внедрять экологические принципы.

2. Привлечение представителей банковского сектора и других заинтересованных сторон к консультациям в части регуляторных ожиданий или требований органов надзора.

3. Внедрение требований, отслеживание и оценка прогресса банков.

В декабре 2019 г. **Федеральное управление по финансовому надзору Германии** (BaFin) опубликовало Руководство по управлению рисками устойчивого развития (Guidance Notice on

⁶ [Analysis of the Problems and Countermeasures of China's Green Credit, June 2018.](#)

⁷ [New Zealand makes climate reporting compulsory, September 2020.](#)

⁸ [BC Sustainability, September 2020.](#)

⁹ [HKMA introduces key measures on sustainable banking and green finance, May 2019.](#)

Dealing with Sustainability Risks)¹⁰. Документ представляет собой обзор лучших практик управления рисками устойчивого развития. В нем рассмотрены:

- возможные стратегии внедрения учета климатических рисков в общую бизнес-стратегию. Подчеркивается необходимость пересмотра бизнес-стратегии с учетом рисков устойчивого развития;
- необходимость ответственного корпоративного управления рисками устойчивого развития;
- подходы к внедрению климатических рисков в процедуры риск-менеджмента, включая стресс-тесты на базе сценарного анализа;
- оценка климатических рисков в условиях заключения контрактов с третьими сторонами (аутсорсинг), а также в рамках финансовых групп;
- возможность включения факторов окружающей среды, социальной сферы и управления (ESG-факторов) в кредитные рейтинги и составление отдельных ESG-рейтингов.

В мае 2020 г. **Европейское банковское управление** (EBA) опубликовало Руководство по выдаче и администрированию кредитов (Guidelines on loan origination and monitoring)¹¹, разработанное на основе лучших практик и объединяющее пруденциальные стандарты, требования по защите прав потребителей, по противодействию отмыванию денег и принципы экологичности, социальной ответственности и управления (ESG).

В документе прописаны механизмы внутреннего управления процессами предоставления и администрирования кредитов на протяжении их жизненного цикла, в том числе процесс принятия решений о выдаче кредита на основе автоматизированных моделей (скоринга) в соответствии с требованиями EBA. Документ также содержит требования к оценке кредитоспособности заемщиков и соответствующей обработке данных. Руководство начнет действовать для новых кредитов с 30 июня 2021 г. (для уже выданных, при необходимости внесения изменений в кредитные договоры, – с 30 июня 2022 г.). Также кредитные институты смогут устранить имеющиеся недостатки в механизмах до 30 июня 2024 года.

На данный момент **макропруденциальные инструменты не используются регуляторами ведущих стран** для стимулирования «зеленых» инвестиций банками или дестимулирования «коричневых» инвестиций, хотя подобные подходы изучаются в некоторых работах.

Так, в 2017 г. Специальная группа ООН по окружающей среде (UN Environment Inquiry) опубликовала исследовательскую работу «Роль центральных банков в расширении зеленых финансов»¹², в которой были перечислены возможные макропруденциальные инструменты, применение которых могло бы повлиять на инвестиционные решения и кредитование с целью повышения экологичности финансовой системы. В качестве возможных инструментов предлагаются дифференцированные требования к капиталу, ограничения на концентрацию инвестиций в секторы, для которых характерны повышенные выбросы углекислого газа.

В конце 2018 г. были опубликованы результаты анализа итальянских экономистов «Стимулирование «зеленых» инвестиций и борьба с финансовыми рисками, связанными с изменениями климата: какова роль макропруденциальной политики?»¹³. В документе подробно изучается теоретическое применение макропруденциальных инструментов с целью содействия переходу к низкоуглеродной экономике при сохранении финансовой стабильности.

Одним из возможных инструментов стимулирования «зеленых» проектов названы сниженные требования к обязательному резервированию. К примеру, Центральный банк Ливана применяет сниженные требования к обязательному резервированию, если банк может под-

¹⁰ [Sustainability risks: BaFin publishes Guidance Notice.](#)

¹¹ [EBA seeks to future proof loan origination standards taking into consideration significant transition periods to facilitate implementation, May 2020.](#)

¹² [On the Role of Central Banks in Enhancing Green Finance, February 2017.](#)

¹³ [Fostering green investments and tackling climate-related financial risks: which role for macroprudential policies?, November 2018.](#)

твердить, что выданный кредит способствует сбережению электроэнергии. Еще один из возможных инструментов – контрциклический буфер капитала: буфер увеличивается в период прироста кредитования, способствующего выбросам углекислого газа. Отмечаются сложности корректной и своевременной калибровки данного инструмента. Авторы предлагают установить секторальное ограничение леввереджа, где в расчете знаменателя будут учитываться инвестиции в отрасли, осуществляющие выбросы углекислого газа.

3. Оценка подверженности поднадзорных организаций климатическим рискам в рамках стресс-тестирования

Одним из наиболее активно развивающихся направлений в надзоре является учет климатических рисков в стресс-тестировании. Проведение таких стресс-тестов призвано помочь улучшить понимание влияния климатических рисков на другие типы рисков, включая кредитные, рыночные, деловые и репутационные. В части стресс-тестирования можно выделить два направления: стресс-тесты по методу top-down, проводимые центральными банками, и стресс-тесты по методу bottom-up, которые должны реализовывать сами финансовые организации в соответствии с указаниями надзорного органа.

Для содействия интеграции климатических рисков в мониторинг и надзор за финансовой стабильностью **NGFS** в середине 2020 г. разработало Сценарии изменения климата¹⁴ и соответствующее Руководство по сценарному анализу климатических рисков для центральных банков и органов надзора¹⁵, которое содержит практические рекомендации по использованию сценарного анализа для оценки влияния климатических рисков на экономику и финансовую систему. Сценарии NGFS с количественными параметрами доступны на [сайте NGFS](#), который позволяет на основе заложенных данных построить необходимую модель для проведения дальнейшего анализа. Благодаря разработанному инструменту заинтересованным лицам не придется проводить трудоемкий и затратный анализ для прогнозирования изменения температуры на ближайшие десятилетия, роста выбросов углерода в атмосферу, влияния проводимой политики в области климата на ВВП и других последствий для экономики в результате изменения климата.

3.1. Стресс-тесты по методу top-down

Несколько лет назад финансовые регуляторы начали проводить собственные стресс-тесты по принципу top-down для анализа макроэкономических и финансовых рисков. Так, например, в 2018 г. **Центральный банк Нидерландов** провел анализ воздействия на активы голландских банков, страховщиков и пенсионных фондов неупорядоченного перехода на новые источники энергии (устойчивость к переходному риску) по четырем сценариям в зависимости от мер в области сокращения выбросов и применения возобновляемой энергии¹⁶.

В 2019 г. **Европейский центральный банк** провел анализ подверженности рискам финансовой системы путем оценки влияния крупных рисков на контрагента европейских банков, страховщиков, инвестиционных фондов и пенсионных фондов по отношению к чувствительным к изменению климата секторам¹⁷. Стресс-тесты по методу top-down также проводили Банк Норвегии¹⁸, Банк Франции¹⁹, Национальный банк Дании²⁰, Банк Канады²¹ и другие.

¹⁴ [NGFS Climate Scenarios for central banks and supervisors, July 2020.](#)

¹⁵ [Guide to climate scenario analysis for central banks and supervisors, June 2020.](#)

¹⁶ [Результаты стресс-теста опубликованы на официальном сайте Центрального банка Нидерландов.](#)

¹⁷ [Результаты анализа опубликованы в обзоре финансовой стабильности.](#)

¹⁸ [Technological advances and climate measures can influence banks' credit risk, 2018.](#)

¹⁹ [Climate change: what are the risks for the French financial sector?, October 2019.](#)

²⁰ [Climate Change Can Have a Spillover Effect on Financial Stability, December 2019.](#)

²¹ [Scenario Analysis and the Economic and Financial Risks from Climate Change, May 2020.](#)

3.2. Стресс-тесты по методу bottom-up

Финансовые регуляторы Великобритании и Франции одними из первых начали разрабатывать требования к проведению финансовыми институтами стресс-тестов с учетом климатических рисков.

В декабре 2019 г. **Банк Англии** опубликовал консультативный документ об основных положениях стресс-теста крупнейших банков и страховых компаний, который будет проводиться по принципу bottom-up²², с целью оценки устойчивости их бизнес-моделей к физическим и переходным рискам, связанным с изменением климата²³. Цель стресс-теста – оценить устойчивость финансовой системы. На основе полученных результатов стресс-теста Банк Англии подготовит руководство по выявлению и устранению пробелов в данных и разработке передовых подходов к управлению рисками. Проведение этого стресс-теста отложено из-за пандемии – по крайней мере до середины 2021 года²⁴.

Разработанные NGFS сценарии легли в основу моделей, рассмотренных в документе **Банка Франции** «Сценарии анализа климатических рисков для оценки финансовой стабильности: применение во Франции»²⁵, в котором представлены принципы для количественной оценки влияния климатической политики и переходного периода на экономические и финансовые переменные, необходимые для оценки финансовых рисков. Документ в основном фокусируется именно на переходных рисках. Четыре описанных сценария включают неожиданное повышение цен на углерод и резкие изменения объемов производительности, отражая неупорядоченные переходные процессы. Этот стресс-тест по методу bottom-up будет проводиться на добровольной основе среди банков и страховых компаний для оценки их устойчивости к климатическим рискам.

4. Внедрение «зеленых» принципов регуляторами

Все больше регуляторов стали разрабатывать стратегии по учету климатических рисков в своей деятельности, в том числе для того, чтобы демонстрировать пример представителям частного сектора.

Так, в марте 2019 г. **Банк Франции** сформировал стратегию ответственного инвестирования, которая применяется к активам, за которые Банк Франции несет полную или частичную ответственность (портфель активов Банка Франции по состоянию на 31.12.2019 составлял около 22 млрд евро). В апреле 2019 г. французский регулятор опубликовал годовой отчет об ответственном инвестировании, который впоследствии стал ежегодным²⁶.

В октябре 2019 г. **Резервный банк Новой Зеландии**²⁷ разработал климатическую стратегию, целью которой является содействие устойчивой, производительной и инклюзивной экономике. Стратегия включает в себя следующие шаги: (1) мониторинг и управление влиянием Резервного банка на климат, (2) понимание и учет воздействия изменения климата на основные функции Резервного банка (в том числе учет климатических рисков в денежно-кредитной политике банка) и (3) помощь другим заинтересованным сторонам в разработке соответствующей политики.

В июне 2020 г. **Банк Англии** опубликовал доклад²⁸, в котором описал собственный подход к раскрытию информации о климатических рисках, к разработке климатической стратегии, к управлению реализацией климатической стратегии, а также структуру управления собствен-

²² То есть самими финансовыми институтами с использованием сценариев, разработанных Банком Англии.

²³ [Discussion Paper «The 2021 biennial exploratory scenario on the financial risks from climate change», December 2019.](#)

²⁴ [PRA postpones insurance & climate stress tests due to Covid-19 pressures, May 2020.](#)

²⁵ [Climate-Related Scenarios for Financial Stability Assessment: an Application to France, July 2020.](#)

²⁶ [Отчет за 2019 г. был опубликован 26 июня 2020 г. на сайте Банка Франции.](#)

²⁷ [Reserve Bank Climate Change Strategy.](#)

²⁸ [The Bank of England's climate-related financial disclosure 2020, June 2020.](#)

ными финансовыми рисками, связанными с изменениями климата (в том числе цели Банка Англии и отслеживаемые показатели).

В сентябре 2020 г. **Центральный банк Бразилии** представил повестку²⁹ устойчивого развития для подготовки центрального банка к новым экономическим реалиям на фоне изменения климата. Повестка содержит пять разделов, в которых рассмотрены планируемые действия центрального банка:

- *Социальная и экологическая ответственность*: повышение знаний об устойчивом развитии среди персонала, снижение негативного влияния цикла производства наличных денег на окружающую среду, пересмотр политики социально-экологической ответственности.
- *Партнерство*: присоединение к NGFS, подписание меморандума о взаимопонимании с некоммерческой организацией в области «зеленых» финансов (Climate Bonds Initiative).
- *Денежно-кредитная политика*: создание механизма рефинансирования кредитов, выданных финансовыми институтами на реализацию экологических проектов (Green liquidity facility), внедрение критерия устойчивости при формировании золотовалютных резервов.
- *Надзор*: совершенствование сбора информации о социальных рисках и рисках окружающей среды, мониторинг климатических рисков и проведение стресс-тестов.
- *Регулирование*: совершенствование Положения о социально-экологической ответственности для финансовых институтов, разработка регулирования для повышения прозрачности информации о климатических рисках, создание «зеленого» сельского кредитного бюро, стимулирование предоставления «зеленых» сельских кредитов.

Реализация данных инициатив запланирована на 2020–2023 гг.; некоторые из них, например вступление в NGFS и подписание меморандума о взаимопонимании с Climate Bonds Initiative, уже реализованы.

²⁹ [BC Sustainability, September 2020.](#)

ПРИЛОЖЕНИЕ 2. МЕРЫ ПРАВИТЕЛЬСТВА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ И БАНКА РОССИИ В ЧАСТИ СОДЕЙСТВИЯ ВНЕДРЕНИЮ И ФИНАНСИРОВАНИЮ ЦЕЛЕЙ УСТОЙЧИВОГО РАЗВИТИЯ

К настоящему моменту **Правительством Российской Федерации** проведена масштабная работа по **определению таргетируемых на национальном уровне целей устойчивого развития** (ЦУР) и целей по климату, их адаптации и интеграции в национальные цели развития России на период до 2030 г., целевые показатели национальных проектов и иные документы стратегического планирования. Наиболее значимыми утвержденными и разрабатываемыми документами в этой области являются:

- [распоряжение Правительства Российской Федерации от 25.12.2019 № 3183-р](#), утверждающее Национальный план адаптации к изменению климата на период до 2022 года;
- [проект Стратегии долгосрочного развития Российской Федерации с низким уровнем выбросов парниковых газов до 2050 года](#), представленный Минэкономразвития России в марте текущего года (в настоящий момент ведомство обрабатывает поступившие комментарии для учета их в новой версии проекта);
- [Указ Президента Российской Федерации от 21.07.2020 № 474 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года»](#), в котором зафиксированы пять национальных целей развития, учитывающих ЦУР;
- [Указ Президента Российской Федерации от 04.11.2020 № 666 «О сокращении выбросов парниковых газов»](#), согласно которому Правительство Российской Федерации должно разработать Стратегию социально-экономического развития Российской Федерации с низким уровнем выбросов парниковых газов до 2050 года.

Наряду с интеграцией ЦУР в стратегические ориентиры национальной политики, предпринят ряд шагов в области **содействия финансированию** ЦУР. Так, во исполнение [Указа Президента Российской Федерации от 07.05.2018 № 204 «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации до 2024 года»](#) были утверждены **паспорта национальных проектов**, предусматривающие ряд мер по обеспечению вклада в достижение ЦУР и целей климатической повестки Парижского соглашения.

В мае 2019 г. [Минпромторг России в рамках реализации национального проекта «Экология»](#) запустил **программу субсидирования выплат купонного дохода по облигациям, выпущенным в рамках реализации инвестиционных проектов по внедрению наилучших доступных технологий**¹.

Минэкономразвития России разработало **Концепцию рынка «зеленых» облигаций**. В работе находится проект федерального закона «О публичной нефинансовой отчетности», предусматривающий раскрытие нефинансовой информации, связанной с учетом ESG-факторов в деятельности компаний корпоративного сектора. Законопроектом устанавливаются общие требования к составлению, утверждению, раскрытию публичной нефинансовой отчетности и подходы к ее независимой внешней оценке.

Банк России также уделяет большое внимание теме содействия устойчивому развитию. Так, в рамках [Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов](#) предусмотрена проработка формирования национальной системы

¹ В рамках исполнения постановления Правительства РФ от 30.04.2019 № 541 «Об утверждении Правил предоставления субсидий из федерального бюджета российским организациям на возмещение затрат на выплату купонного дохода по облигациям, выпущенным в рамках реализации инвестиционных проектов по внедрению наилучших доступных технологий». Наилучшая доступная технология представляет собой технологию производства продукции (товара), выполнения работ, оказания услуг, определяемую на основе современных достижений науки и техники и наилучшего сочетания критериев достижения целей охраны окружающей среды при условии наличия технической возможности ее применения.

финансовых инструментов устойчивого развития, организации методологической и верификационной системы по инструментам ответственного финансирования.

В сентябре 2019 г. Экспертным советом по рынку долгосрочных инвестиций при Банке России опубликована [Концепция организации в России методологической системы по развитию «зеленых» финансовых инструментов и проектов ответственного инвестирования](#), в которой на основе изучения международного опыта сведены воедино основные элементы, необходимые для формирования методологической системы ответственного инвестирования и «зеленых» финансовых инструментов в России.

Содействуя устойчивому развитию, Банк России постоянно совершенствует регулирование. Так, в конце 2019 г. обновлено [Положение Банка России № 706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг»](#), предусматривающее особенности эмиссии «зеленых» и «социальных» облигаций. Согласно документу, эмитенту предоставлено право соответствующим образом «маркировать» выпуск или программу облигаций, если решение о выпуске или программа соответствуют определенным условиям, в том числе предусматривают целевое использование средств и раскрытие информации о расходовании привлеченных средств.

С 1 октября 2021 г. вступает в силу обновленный порядок раскрытия информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг², в котором предусматриваются дополнительные сведения, раскрываемые эмитентами «зеленых» и «социальных» облигаций по каждому проекту, указанному в проспекте ценных бумаг.

В июле 2020 г. Банк России опубликовал Рекомендации по ответственному инвестированию для институциональных инвесторов³. Цель документа – прояснить вопросы, связанные с осуществлением функций собственника компании – объекта инвестиций, принимая во внимание интересы всех заинтересованных лиц (стейкхолдеров), а также с учетом ESG-факторов при выборе и управлении инвестициями.

Кроме того, Банк России ведет работу по повышению доступности информации для участников рынка: на базе Российской национальной перестраховочной компании планируется создать национальный риск-офис по стихийным бедствиям, к функциям которого будут относиться разработка и поддержание единой базы данных по зафиксированным случаям стихийных бедствий и их последствиям, а также карты местностей, подверженных стихийным бедствиям.

Эксперты Банка России участвовали в формировании подходов к созданию на ПАО Московская Биржа «Сектора устойчивого развития» для финансирования проектов в области экологии, защиты окружающей среды и социально значимых проектов. Работа велась в рамках согласования новой редакции Правил листинга ПАО Московская Биржа⁴. Сектор состоит из трех самостоятельных сегментов: сегмента «зеленых» облигаций, сегмента «социальных» облигаций и сегмента национальных проектов. На конец октября 2020 г. в сегмент «зеленых» облигаций Сектора устойчивого развития было включено уже пять выпусков облигационных займов, в сегмент «социальных» облигаций – два выпуска⁵.

Помимо создания Сектора устойчивого развития, ПАО Московская Биржа в сотрудничестве с Российским союзом промышленников и предпринимателей (РСПП)⁶ разработала и запустила 1 апреля 2019 г. расчет двух индексов в сфере устойчивого развития: «Ответственность

² [Положение Банка России от 27.03.2020 № 714-П «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг»](#).

³ К институциональным инвесторам относятся банки, негосударственные пенсионные фонды, страховые компании, акционерные инвестиционные фонды, а также доверительные управляющие их активами.

⁴ Новая редакция Правил листинга Московской Биржи зарегистрирована Банком России 31.07.2019.

⁵ См. перечень ценных бумаг, включенных в [Сектор устойчивого развития](#).

⁶ РСПП с 2000 г. ведет Национальный регистр и администрирует Библиотеку корпоративных нефинансовых отчетов, которая включает в себя отчеты компаний, содержащие информацию по учету экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления в их деятельности.

и открытость» и «Вектор устойчивого развития». Кроме того, с целью учета в своей деятельности всех международных тенденций в сфере устойчивого развития она присоединилась к Глобальной инициативе ООН «Биржи за устойчивое развитие» (Sustainable Stock Exchanges, SSE), которая уже объединяет 85 бирж из разных стран мира.

В июле 2020 г. Минэкономразвития России внесло в Правительство Российской Федерации проект распоряжения⁷, согласно которому планируется закрепить за Минэкономразвития России координирующую роль по вопросам развития инвестиционной деятельности и привлечения внебюджетных средств в проекты устойчивого (в том числе «зеленого») финансирования, а также создать специальную Межведомственную рабочую группу (МРГ) по устойчивому финансированию, в которую войдут представители федеральных органов исполнительной власти, Банка России, ВЭБ.РФ, саморегулируемых организаций и бизнеса. Целью МРГ станет консолидация усилий различных министерств и ведомств при запуске системы финансирования устойчивого развития в России и реализация системного подхода к методологическому обеспечению данного направления.

Банк России тесно сотрудничает (как напрямую, так и в межведомственных рабочих группах) с государственной корпорацией развития **ВЭБ.РФ**, которая летом 2020 г. представила первую версию Методических рекомендаций по развитию инвестиционной деятельности в сфере «зеленого» финансирования в Российской Федерации и Основных направлений реализации «зеленых» проектов в Российской Федерации (Таксономия)⁷ для публичных консультаций. Полученные комментарии будут учтены во второй версии рекомендаций, которую планируется выпустить к концу текущего года. На основе выпущенной методологии АО «Эксперт РА» уже сертифицировало первый финансовый инструмент – «вечные» (то есть без срока погашения) облигации ОАО РЖД, направленные на финансирование «зеленых» проектов.

Благодаря усилиям Правительства Российской Федерации, Банка России, институтов развития и других заинтересованных лиц за последние годы удалось осуществить ряд важных мероприятий, обеспечивающих основу для запуска системы финансирования устойчивого развития в России.

⁷ Документы доступны [в разделе «Зеленое финансирование»](#) на официальном сайте ВЭБ.РФ.

ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ

1. Изменение ключевых индикаторов глобального финансового рынка	10
2. Объемы фискальных стимулов в ответ на COVID-19	14
3. Оценка дефицита расширенного бюджета в 2020 году	15
4. Активы ФРС США и ЕЦБ	16
5. Покупки активов в СФР	16
6. Темпы роста кредитования в первом полугодии 2020 года	17
7. Вложения нерезидентов в ОФЗ по данным НКО АО НРД	22
8. Накопленные биржевые продажи ОФЗ по типам участников и динамика доходности ОФЗ.....	22
9. Объемы рынков ОФЗ и корпоративных облигаций	22
10. Динамика размещения ОФЗ в разрезе типа выпуска	23
11. Структура рынка ОФЗ по типу ценных бумаг	23
12. Динамика фактического среднего значения НКЛ по СЗКО	25
13. Остатки средств на корреспондентских и краткосрочных депозитных счетах в банках-нерезидентах в иностранной валюте	27
14. Динамика валютных вкладов физических лиц и депозитов нефинансовых организаций в иностранной валюте	27
15. Спред вмененных ставок и ставок МБК по рублю, евро и иене на срок 1 месяц	28
16. Динамика доли реструктурированной ссудной задолженности по кредитам крупных компаний (кроме МСП) и субъектов МСП.....	30
17. Уровень долга нефинансовых компаний относительно ВВП	31
18. Долговая нагрузка 92 крупнейших нефинансовых компаний (агрегированный показатель «Чистый долг/ЕБИТДА»)	31
19. Структура реструктурированной задолженности по кредитам предприятий	32
20. Долговая нагрузка крупнейших нефтегазовых компаний	33
21. Рентабельность и коэффициент покрытия процентов крупнейших нефтегазовых компаний.....	33
22. Глобальный спрос и предложение на нефть (жидкие углеводороды)	35
23. Динамика цен на нефть марок Brent и Urals	35
24. Прогноз по восстановлению спроса на нефть (жидкие углеводороды) до 2021 года	35
25. Добыча нефти в России	35
26. Доля вакантных площадей офисов классов А и В (Москва).....	37
27. Динамика средневзвешенных запрашиваемых ставок аренды на офисы классов А и В, номинарованных в российских рублях	37
28. Количество перевезенных пассажиров в Российской Федерации за девять месяцев 2019–2020 годов.....	38
29. Динамика накопленных темпов роста задолженности физических лиц в 2020 г. и средневзвешенных ставок выдач по кредитам физических лиц	40
30. Показатель долговой нагрузки населения.....	40
31. Распределение объема предоставленных необеспеченных кредитов (слева) и ипотеки (справа) по уровню ПДН.....	41
32. Динамика доли реструктурированной задолженности физических лиц	42
33. Динамика коэффициента выхода в первую просрочку по необеспеченным кредитам физических лиц.....	42

34. Динамика доли необслуживаемых ипотечных ссуд, в том числе с учетом дефолта по 50% реструктурированных кредитов	43
35. Динамика доли необслуживаемых необеспеченных потребительских ссуд, в том числе с учетом дефолта по всем реструктурированным кредитам	43
36. Формирование прибыли страховых организаций за период с 30.09.2019 по 30.09.2020.....	45
37. Структура портфеля страховых организаций по активам	45
38. Отклонение ФРМП от НРМП страховщиков жизни и «не-жизни»	45
39. Структура портфелей ПН и ПР НПФ по секторам экономики	46
40. Динамика цен и количества предоставленных ипотечных жилищных кредитов на первичном рынке жилья в России	50
41. Динамика цен и количества предоставленных ипотечных жилищных кредитов на первичном рынке жилья в Москве.....	50
42. Динамика индекса доступности ипотеки в 2013–2020 годах	50
43. Разница между арендной доходностью и средневзвешенной ставкой по депозитам физических лиц в пяти крупнейших регионах по объему ввода жилой недвижимости (в январе-сентябре 2020 г.)	51
44. Фактические и вмененные темпы роста цен на первичном рынке жилья в России	52
45. Распределение объема предоставленных ипотечных кредитов по уровню LTV.....	54
46. Кредиты домохозяйствам и цены на недвижимость в Испании	56
47. Соотношение стоимости жилья и годового дохода (2015=100) в Испании	56
48. Кредиты домохозяйствам и цены на недвижимость в Ирландии.....	57
49. Соотношения цены жилья и годового дохода населения (2015=100) в Ирландии	57
50. Вложения населения в акции компаний торгуемых на Московской Бирже	61
51. Объем вложений физических лиц в паи ОПИФ, БПИФ и ИПИФ	62
52. Объемы активов портфелей ИИС (НФО+КО)	62
53. Динамика структуры сбережений населения мира по типам активов	63
54. ЧПД банковского сектора	65
55. ЧПМ банков.....	65
56. Разница между ставками по депозитам в рублях на сроки свыше 1 года и до 1 года	65
57. Доходность вкладов физических лиц в рублях	65
58. Доля депозитов в рублях сроком до 1 года в общей структуре рублевых депозитов	66
59. Доля депозитов в иностранной валюте сроком до 1 года в общей структуре валютных депозитов	66
60. Динамика процентного гэта банковского портфеля по операциям в рублях	66
61. Ставки по вновь выданным кредитам и привлеченным депозитам в рублевом сегменте	67
62. Процентный спред в рублевом сегменте	67
63. Доля кредитов с плавающими ставками в совокупных кредитах нефинансовому сектору и в ипотеке	68
64. Доля кредитов с плавающей ставкой в совокупных кредитах нефинансовому сектору и в ипотеке в еврозоне в 2007–2020 годах.....	68
65. Доля корпоративных кредитов и облигаций с плавающей процентной ставкой	70

ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ

1. Темпы прироста ВВП, прогноз МВФ на октябрь 2020 года	8
2. Индексы деловой активности PMI Markit.....	9
3. Сравнение ситуации в СФР	10
4. Динамика доходностей ОФЗ и объемов продаж нерезидентов в периоды повышенной волатильности.....	20
5. Динамика доходностей гособлигаций СФР на 10 лет и изменение доходностей	21
6. Динамика государственного долга относительно ВВП в СФР	24
7. Прогноз отношения совокупного государственного долга к ВВП СФР (МВФ).....	24
8. Объемы начислений (отчислений) демпфера для независимых производителей нефтепродуктов в 2020 году.....	36
9. Индекс цен на первичном и вторичном рынках жилья	49
10. Оценка уровня проникновения ипотечного кредитования в разрезе доходных групп населения	53
11. Динамика вложений населения по различным инструментам	59
12. Динамика вложений населения в инструменты НФО	62