



Банк России



2021 год

# ОБЗОР РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА И ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Аналитический материал

Москва  
2022

# ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>Резюме .....</b>	<b>2</b>
<b>1. Макроэкономические условия.....</b>	<b>4</b>
<b>2. Российские финансовые организации: небанковские организации нарастили присутствие на финансовом рынке.....</b>	<b>5</b>
<b>3. Банки: в условиях роста ставок.....</b>	<b>8</b>
3.1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики: реакция на изменение ставок неоднородна по различным продуктам банков.....	8
Врезка. Эконометрическая оценка трансмиссионного механизма ДКП в различных сегментах кредитования .....	10
3.2. Процентный риск банковского сектора.....	11
3.3. Мягкая денежно-кредитная политика способствовала росту кредитования и комиссионных доходов банков.....	16
3.4. Повышенные темпы роста розничного кредитования в 2020 – 2021 годах: роль факторов временного характера .....	20
Врезка. Эффективность макропруденциальной политики .....	22
<b>4. Снижение угла наклона кривой ОФЗ.....</b>	<b>23</b>
Врезка. Рыночные ориентиры для трансфертного ценообразования.....	26
<b>5. Корпоративные облигации: рост объемов размещений эмитентов «второго эшелона».....</b>	<b>30</b>
<b>6. Физические лица на финансовых рынках.....</b>	<b>33</b>
6.1. Изменение инвестиционного поведения физических лиц во время пандемии.....	36
Врезка. Поведение физических лиц на финансовых рынках во время пандемии COVID-19: международный опыт .....	39
6.2. Влияние физических лиц на ликвидность акций и ОФЗ: долгосрочный аспект .....	43
<b>7. Доходность и комиссии при управлении активами .....</b>	<b>48</b>
Врезка. Активные и пассивные средства коллективных инвестиций: международный опыт .....	50
<b>8. Процесс консолидации, концентрации в НФО и банках.....</b>	<b>54</b>
<b>9. Региональный анализ финансового сектора .....</b>	<b>59</b>
Врезка. Роль федеральных и местных банков.....	60
<b>Приложение .....</b>	<b>64</b>
<b>Список сокращений и условных обозначений.....</b>	<b>74</b>

В данном обзоре анализируются тенденции 2021 года. Они потеряли актуальность в связи со значительным изменением экономической и рыночной ситуации в начале 2022 года.

Материал подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования.

При использовании материалов выпуска ссылка на Банк России обязательна.

Выводы и рекомендации, представленные в обзоре, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.

Авторы: А. Морозов (директор Департамента), В. Азарина, А. Ахметов, Н. Гамова, Т. Камальдинова, Т. Кузьмина, Е. Петренева, А. Поршаков, Ю. Ушакова, И. Хотулев, Д. Чернядьев.

Фото на обложке: А. Бок, Банк России

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

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

© Центральный банк Российской Федерации, 2022

## РЕЗЮМЕ

- Высокие темпы экономического роста, а также ускорение инфляции под действием временных и устойчивых факторов наряду с долгосрочными структурными тенденциями определяли вектор развития российских финансовых рынков в 2021 году.
- Темпы роста финансовой системы замедлились по сравнению с 2019–2020 годами: влияние оказали волатильность на финансовых рынках, повышение ставок денежного рынка и доходности облигаций на фоне сохранявшейся геополитической напряженности.
- На фоне мягких денежно-кредитных условий 2020 года, а также структурных последствий пандемии коронавируса для экономики и финансового рынка трансмиссионный механизм ДКП в России претерпел определенные изменения, что выразилось в ослаблении реакции банковских ставок, прежде всего кредитных, на изменение ключевой ставки Банка России. Так, ставки по розничным кредитам могли слабее реагировать на повышение ключевой ставки в 2021 году вследствие действия государственных льготных программ кредитования, а также стремления банков компенсировать умеренный по сравнению с ключевой ставкой рост кредитных ставок комиссионными доходами.
- Развитием тенденции 2020 года явился активный рост интереса населения к инструментам финансового рынка, несмотря на начавшееся увеличение ставок по банковским вкладам. Это способствовало активному наращиванию бизнеса НФО, прежде всего связанными с управлением активами.
- Введенные ограничения на продажу структурных продуктов неквалифицированным инвесторам способствовали ограничению рисков, связанных с продажами таких продуктов.
- Продолжались консолидация финансового сектора и рост доли топ-10 финансовых групп: количество финансовых компаний сокращалось в основном за счет объединений и поглощений компаний. Процесс цифровизации, увеличение технологичности, наличие эффекта масштаба и финансовых ресурсов способствуют этому процессу.
- Низкие ставки, сложившиеся к началу 2021 года, способствовали усилению подверженности банков процентному риску. Однако влияние его на банки по итогам 2021 года было умеренным. Банки начали активнее выпускать кредитные продукты, менее подверженные риску изменения процентной ставки, что, в свою очередь, могло увеличить кредитные риски.
- Розничное кредитование продолжало расти под влиянием прежде всего таких неценовых факторов, как повышенные инфляционные ожидания и ожидания роста ставок со стороны населения. Ужесточение ДКП и повышение макропруденциальных требований не привели к ощутимому охлаждению. В этой связи для замедления в ряде сегментов кредитования планировался ввод макропруденциальных лимитов в 2022 году.
- На фоне возросших инфляционных рисков и повышения ключевой ставки Банком России уровень базовых безрисковых кривых менялся неравномерно. Угол наклона кривой доходностей ОФЗ снижался в 2021 году, достигнув в начале 2022 года отрицательных значений. По нашему мнению, отрицательный угол наклона кривой, сложившийся по состоянию на конец 2021 года, отражал ожидания снижения инфляции в среднесрочной перспективе с учетом принятых Банком России решений по ДКП.
- В условиях роста ставок сократилось предложение корпоративных облигаций. При этом на рынок стремились выходить менее качественные эмитенты (в том числе из-за спроса со стороны физических лиц на более доходные выпуски), в то время как эмитенты с высокими кредитными рейтингами могли позволить себе занять выжидательную позицию благодаря произошедшему росту валютной выручки.

- Массовый приток населения на фондовый рынок в 2019 – 2021 годах привел к повышению ликвидности акций второго и третьего уровня.
- Передача активов в управление профессиональным управляющим не всегда приносит высокие показатели доходности клиентам по сравнению с бенчмарками, несмотря на то что эти инструменты предполагают активное управление и плату за него. Причинами могут являться как действующие ограничения на разрешенные для инвестирования активы по отдельным инструментам, так и предоставление дополнительных услуг, плата за которые снижает доходность инструментов.
- Различия в региональном охвате финансовыми услугами, предоставляемыми физическим лицам, во многом зависят от макроэкономических особенностей регионов при сопоставимом уровне доступности. Москва лидирует по количеству клиентов финансовых организаций и объему оказываемых услуг. Вместе с тем проникновение финансовых услуг в регионах выросло за время пандемии. Наименьшая географическая диверсификация среди всех рассматриваемых сегментов характерна для страхования.
- Создание банками экосистем, которые могут покрыть широкий спектр потребностей клиентов, позволяет аккумулировать большой объем данных и персонализировать предложения для клиентов. В то же время развитие экосистем может нести определенные риски как для клиентов, так и для финансовой стабильности, что требует внимания регулятора.

## 1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

- Российская экономика в 2021 году выросла на 4,7% после снижения в 2020 году на 2,7%. ВВП достиг докоронавирусного уровня к середине года. Рост как российской, так и мировой экономик в 2021 году оказался существенно выше прогнозов конца 2020 – начала 2021 года: предприятия и население адаптировались к изменившимся условиям быстрее, чем ожидалось.
- Тем не менее восстановление спроса и предложения было неравномерным. Возможности предприятий по наращиванию производства оказались ограниченными в условиях продолжения пандемии в мире и России и последствий разрывов цепочек поставок. Это создало дисбаланс между спросом и предложением и сделало возможным активный перенос возросших издержек производителей в потребительские цены. К концу года российская экономика значительно превысила траекторию сбалансированного роста, войдя в фазу перегрева.
- Совместное действие временных и устойчивых проинфляционных факторов привело к повышению ценового давления: инфляция ускорилась на протяжении всего года и в декабре составила 8,4%. На фоне возросших среднесрочных проинфляционных рисков Банк России последовательно повышал ключевую ставку в течение года с 4,25 до 8,5%.
- Тем не менее денежно-кредитные условия на протяжении года оставались относительно мягкими вследствие того, что ускорение инфляции сопровождалось и повышением инфляционных ожиданий. Это поддерживало пониженный уровень реальных процентных ставок в экономике, что отразилось в повышенных темпах роста кредитования (розничного и корпоративного), невысокой склонности домашних хозяйств к сбережениям, а также замещении спроса населения на банковские депозиты и традиционные инструменты сбережений спросом на инструменты финансового рынка.

## 2. РОССИЙСКИЕ ФИНАНСОВЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ: НЕБАНКОВСКИЕ ОРГАНИЗАЦИИ НАРАСТИЛИ ПРИСУТСТВИЕ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

- В 2021 году российские банки продолжали занимать ключевое положение среди российских финансовых организаций. Тем не менее НФО наращивали активы более быстрыми темпами. Наиболее ощутимый рост произошел в сегментах, связанных с фондовым рынком: ПИФ и активах на брокерском обслуживании.
- Несмотря на повышение ставок по менее рискованным банковским вкладам, резко возрос интерес населения к инструментам финансового рынка. Эта тенденция сопровождалась увеличением количества клиентов с более низким уровнем дохода. При этом продажи структурных продуктов заметно снизились, чему способствовали меры Банка России по защите прав потребителей.
- Росту сегментов страховщиков и МФО способствовало сохранение спроса на потребительские и ипотечные кредиты, на динамике активов НПФ сказался нетто-отток средств в рамках переходной кампании из НПФ в ПФР.

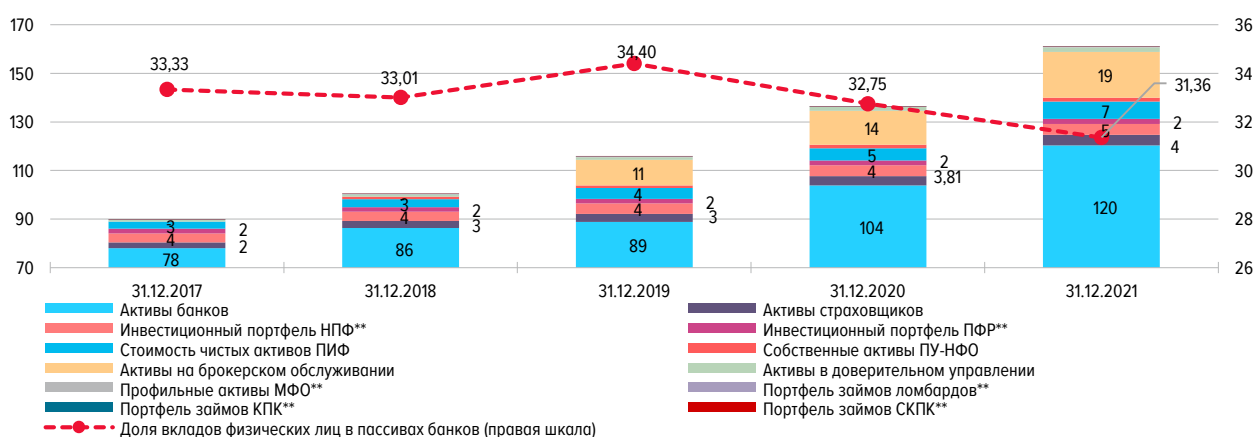
Темпы роста финансовой системы заметно замедлились в прошедшем году по сравнению с 2019–2020 годами: на динамике активов сказались волатильность на финансовых рынках, повышение ставок денежного рынка и доходности облигаций на фоне сохранявшейся геополитической напряженности.

Несмотря на постепенное снижение доли банков в совокупных активах финансовых организаций<sup>1</sup>, темпы роста банковской системы сохранялись на достаточно высоком уровне (+16% г/г). Это объясняется тем, что банки, обладая значительными ресурсами, часто выстраивают бизнес в смежных с банковскими услугами отраслях. Так, НПФ, страховые и управляющие компании часто входят в банковские группы, а крупнейшие по активам ПУ-НФО фактически являются инвестиционными подразделениями банков.

Тем не менее НФО продолжали в 2021 году наращивать свои активы более быстрыми по сравнению с банками темпами (рис. 1, 2). Наиболее заметный рост произошел в двух сегмен-

АКТИВЫ ФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ И СРЕДСТВА, ИНВЕСТИРОВАННЫЕ ЧЕРЕЗ НФО\*  
(ТРЛН РУБ., НА КОНЕЦ ГОДА)

Рис. 1



\* Данные по активам на брокерском обслуживании с 2019 года.

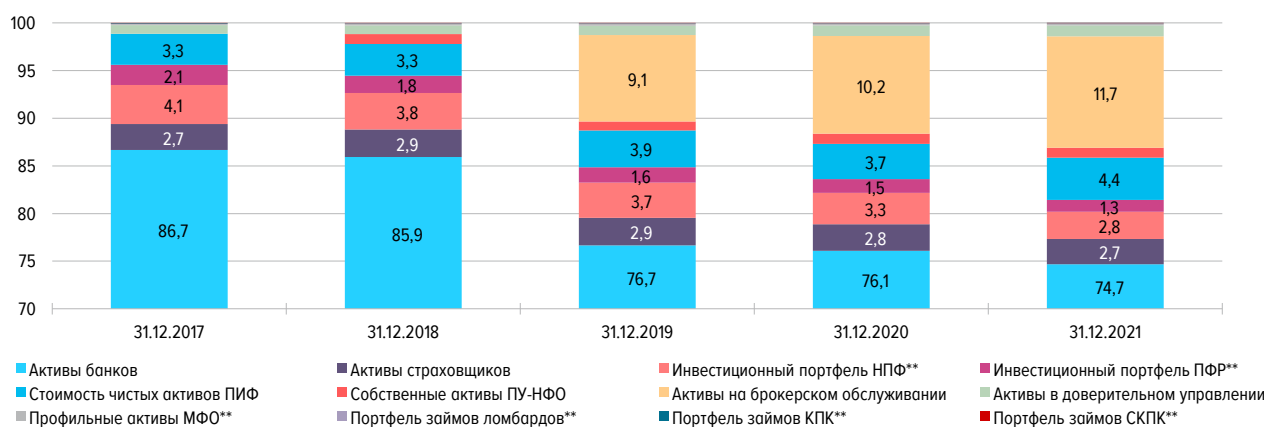
\*\* Данные на 30.09.2021.

Источник: Банк России.

<sup>1</sup> К активам финансовых организаций мы относим активы банков, страховых организаций, инвестиционные портфели НПФ и ПФР, СЧА ПИФ, собственные активы ПУ-НФО, активы на брокерском обслуживании, активы в ДУ, профильные активы МФО, портфели займов ломбардов, КПК, СКПК. Такая классификация не исключает двойной счет средств (например, НПФ могут размещать свои активы в банковские депозиты, что увеличит пассивы, а также отразится на активах банков), однако позволяет рассмотреть рост всех взаимосвязанных сегментов.

СОТНОШЕНИЕ ДОЛЕЙ ФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ\*  
(%, НА КОНЕЦ ГОДА)

Рис. 2



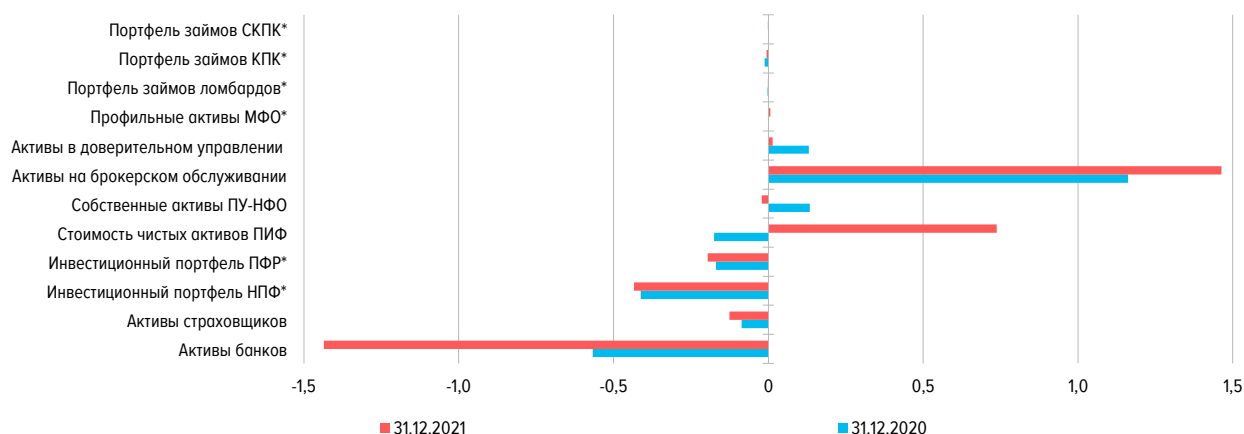
\* Данные по активам на брокерском обслуживании с 2019 года.

\*\* Данные на 30.09.2021.

Источник: Банк России.

ИЗМЕНЕНИЕ СОТНОШЕНИЯ ДОЛЕЙ АКТИВОВ ФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ  
(п.п., НА КОНЕЦ ГОДА)

Рис. 3



\* Данные на 30.09.2021.

Источник: Банк России.

тах, связанных с фондовым рынком: абсолютный объем активов на брокерском обслуживании и в ПИФ вырос более чем на треть. В относительном выражении эти сегменты также росли быстрее остальных. Во многом эта тенденция связана с усилением интереса физических лиц к инвестированию на финансовом рынке, которое с учетом повышенных инфляционных ожиданий сохранялось даже в условиях роста ставок по депозитам. В то же время в отличие от предыдущего года заметно сократился объем продаж структурных инструментов, что во многом явилось результатом принятых Банком России мер по защите инвесторов.

Постепенное накопление опыта инвестирования, благоприятная динамика рынка акций в 2020 году и большей части 2021 года и реализованные в этот период доходности, рост доступности инвестиционных услуг благодаря цифровизации способствовали сохранению активного притока средств населения на финансовый рынок. Количество клиентов российских брокеров – физических лиц *удвоилось в 2021 году* и превысило 20 млн человек, количество пайщиков ПИФ увеличилось в три раза, *до 7,7 млн человек*.

В прошедшем году эта тенденция получила дополнительное развитие: интерес населения к инструментам финансового рынка сопровождался выходом на рынок значительного количе-

ства людей с более низким *уровнем дохода*. Одновременно с этим продолжилось снижение доли средств физических лиц в пассивах банков.

Активы НПФ и страховых организаций также росли в номинальном (и реальном) выражении, однако их доля в совокупных активах финансовых организаций несколько сократилась. Основным драйвером *страхового рынка* в 2021 году остался существенный рост взносов по кредитному страхованию жизни за счет сохранения высокого спроса на потребительские и ипотечные кредиты. Значительный рост произошел также в сегменте накопительного и инвестиционного страхования жизни – он поддерживался высоким спросом на финансовые инструменты, которые по своей сути представляют собой альтернативу банковским депозитам, и активным продвижением таких программ через банки.

На динамику *активов НПФ* повлиял нетто-отток средств в рамках переходной кампании предыдущего года из НПФ в ПФР, который наблюдался впервые за всю историю. В целом инвестиционные портфели НПФ за 9 месяцев 2021 года немного выросли – в основном за счет полученной доходности.

В сегменте *МФО* активы увеличились благодаря расширению потребительского спроса на фоне повышенных инфляционных ожиданий: их доля незначительно выросла относительно других финансовых организаций. При этом существенно повысилась доля онлайн-сегмента и произошло смещение в сторону долгосрочных займов одновременно с ростом ставок по таким займам<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Ставки в долгосрочном сегменте были далеки от регуляторного установленного ограничения в 365%, поэтому переток клиентов из краткосрочного сегмента привел к росту ставок в среднесрочных и долгосрочных сегментах.



## 3. БАНКИ: В УСЛОВИЯХ РОСТА СТАВОК

### 3.1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики: реакция на изменение ставок неоднородна по различным продуктам банков

- Слабая реакция ставок по розничным кредитам на повышение ключевой ставки Банком России в 2021 году может быть обусловлена действием государственных льготных программ кредитования, ориентацией банков на повышение комиссий, а не ставок, а также выдачей кредитов наименее рисковому заемщикам.

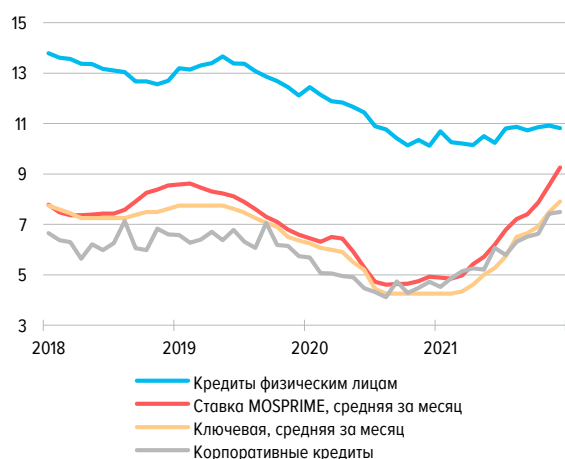
Для российского банковского сектора характерен [неполный перенос изменения ставки Банка России](#) в кредитно-депозитные ставки. При этом реакция ставок на ДКП в различных сегментах неоднородна при существенно более выраженном функционировании депозитного канала. Ставки по розничным кредитам изменялись менее существенно в ответ на изменение ДКП, чем ставки по корпоративным кредитам и депозитам (рис. 4).

Кроме того, согласно результатам [проведенных исследований](#), наблюдается неоднородность трансмиссии ДКП и по срокам инструментов. Так, краткосрочные ставки, как правило, демонстрируют больший отклик на изменение ДКП.

[Некоторые исследования](#), помимо неоднородности трансмиссии по сегментам рынка и срокам инструментов, также отмечает асимметрию трансмиссионного механизма ДКП Банка России. Ставки по активным операциям быстрее реагируют на повышение ставок ДКП, а ставки по пассивным – на их снижение. Однако в течение 2018–2021 годов на фоне перехода к режиму мягкой ДКП и структурной трансформации банковского сектора, а с 2020 года – пандемии коронавируса в трансмиссионном механизме произошел ряд изменений:

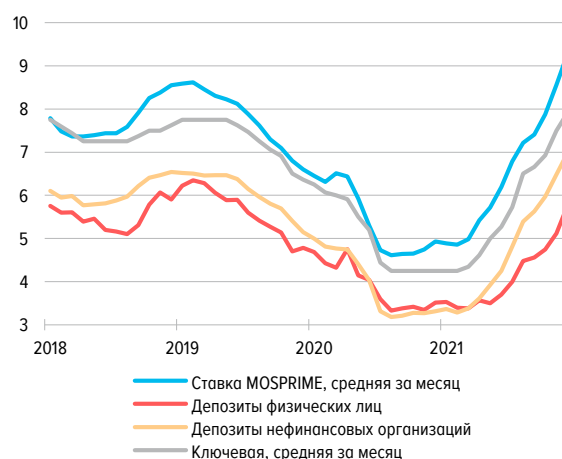
- Ставки по розничным кредитам в большей степени реагировали на смягчение ДКП, чем на ее ужесточение. В частности, они существенно снизились при понижении ключевой ставки в 2020 году, но их рост в ответ на повышение ключевой ставки в течение 2021 года был более ограниченным.
- Реакция ставок по корпоративным кредитам на ужесточение ДКП также была неполной (рис. 7).

ДИНАМИКА СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА, КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ И СТАВОК ПО КРЕДИТАМ (% ГОДОВЫХ) Рис. 4



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

ДИНАМИКА СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА, КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ И СТАВОК ПО ДЕПОЗИТАМ (% ГОДОВЫХ) Рис. 5



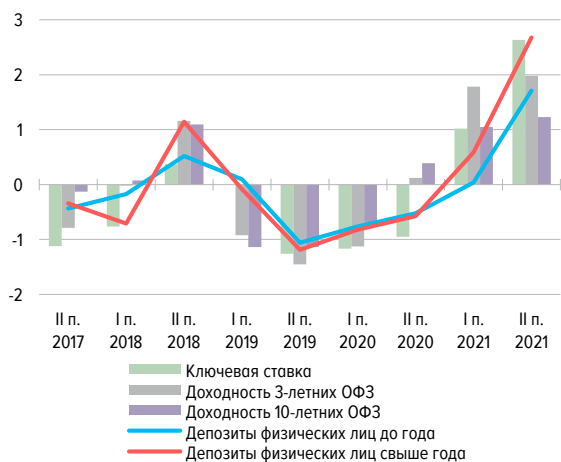
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

ДИНАМИКА ПОЛУГОДОВЫХ ПРИРОСТОВ РУБЛЕВЫХ СТАВОК ПО РОЗНИЧНЫМ КРЕДИТАМ (п.п.)\* Рис. 6



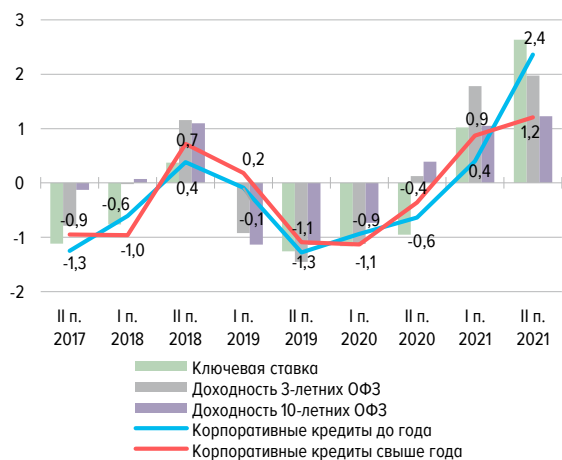
\* Взятые средневзвешенные за месяц значения ставок по кредитам по формам 0409128 и 0409303, а также средневзвешенные значения ставок по депозитам по форме 0409129. Значения ключевой ставки, ставки денежного рынка и доходности ОФЗ взяты в среднем за месяц. Рассматриваются квартальные даты – 1.01 и 1.07 каждого года и берутся приросты за полгода.  
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

ДИНАМИКА ПОЛУГОДОВЫХ ПРИРОСТОВ РУБЛЕВЫХ СТАВОК ПО ДЕПОЗИТАМ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ (п.п.) Рис. 8



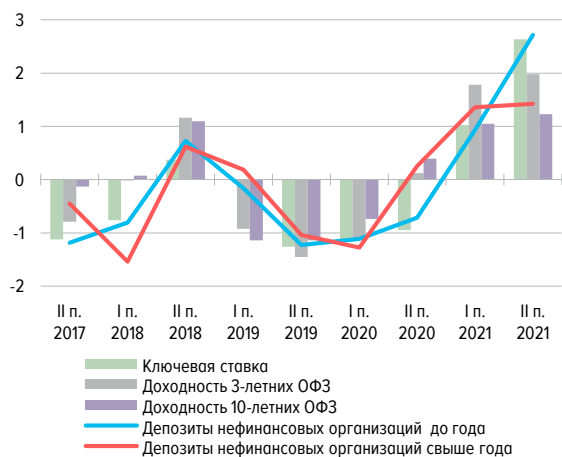
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

ДИНАМИКА ПОЛУГОДОВЫХ ПРИРОСТОВ РУБЛЕВЫХ СТАВОК ПО КОРПОРАТИВНЫМ КРЕДИТАМ (п.п.) Рис. 7



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

ДИНАМИКА ПОЛУГОДОВЫХ ПРИРОСТОВ РУБЛЕВЫХ СТАВОК ПО ДЕПОЗИТАМ ЮРИДИЧЕСКИХ ЛИЦ (п.п.) Рис. 9



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

- Ставки по депозитам физических лиц также более активно реагировали на смягчение ДКП и менее активно – на ужесточение. При этом рост долгосрочных ставок был более активным, чем в краткосрочном сегменте (рис. 8).

Изменению степени переноса ставки Банка России в ставки в последние годы способствовали такие факторы, как:

- Действие государственных льготных программ кредитования в 2020–2021 годах. Так, по программе «Льготная ипотека» применяется ставка до 7%, по программе «Семейная ипотека» – до 6%, по программе «Сельская ипотека» – до 3%, по программе «Дальневосточная ипотека» – до 2%. Льготные программы кредитования малого и среднего бизнеса и пострадавших отраслей также предполагают выдачу кредитов по сниженным ставкам.
- Большая ориентация банков на комиссионные доходы. Вероятно, банки стремятся вводить/повышать комиссии при выдаче кредитов в некоторой степени вместо повышения розничных ставок. Это косвенно подтверждает тот факт, что комиссионные доходы по кредитам и прочим размещенным средствам, предоставленным физическим лицам, в 2021 году выросли более чем в два раза по сравнению с прошлым годом. Вероятно, для

адаптации ставок к ужесточению ДКП необходим больший лаг, чем для подстройки к ее смягчению.

Более тщательная оценка рисков самими банками на основе разработок моделей и сбора больших данных, начавшаяся в предыдущие годы, также могла играть важную роль. Вероятно, она позволила выдавать кредиты наиболее надежным заемщикам. В таком случае кредиты с меньшим риском предполагают более низкие процентные ставки и их повышение при ужесточении ДКП не является таким ощутимым. На снижение рискованности кредитов могло повлиять и ужесточение макропруденциальной политики в 2019 и 2021 годах.

Специфическая реакция кредитных и депозитных ставок на монетарную политику отразилась и в нестандартной реакции кредитов и депозитов. Так, розничный кредитный портфель демонстрировал существенное ускорение при смягчении ДКП, но не замедлялся при ее ужесточении. При этом восстановление динамики депозитов после повышения ключевой ставки также носило постепенный характер. Подобные особенности объяснялись не только динамикой ставок, но и рядом неценовых факторов, которые подробнее рассмотрены в других разделах.

### **Врезка. Эконометрическая оценка трансмиссионного механизма ДКП в различных сегментах кредитования**

Исследования наличия кредитного канала в трансмиссионном механизме ДКП в России, проводившиеся ранее, дают неоднозначные результаты. Ряд авторов обращает внимание на нестабильность и неоднородность кредитного канала трансмиссионного механизма ДКП в России. Так, в работе Дробышевского и Трунина<sup>1</sup> в рамках анализа панельных регрессий за период с 1999 по 2007 год установлено, что ДКП оказывает значимое влияние на динамику общего объема кредитов, а также кредитов нефинансовым организациям. Значимого влияния на розничные кредиты не обнаружено. Следует при этом учесть, что исследование Дробышевского основывалось на временном периоде до перехода к инфляционному таргетированию и его выводы могут быть неактуальными на текущий момент.

В исследовании Борзых и Егорова<sup>2</sup> за период с марта 2009 по май 2017 года показано наличие кредитного канала как в розничном рублевом сегменте, так и в сегменте кредитования крупных корпоративных заемщиков, при этом не обнаружено наличие такого канала для кредитов малым и средним предприятиям. Однако данная работа не покрывает переход к режиму низких ставок.

Нами была проведена дополнительная регрессионная оценка влияния ставок денежного рынка на годовые темпы прироста рублевого кредитования за период с 2009 года по II квартал 2021 года. Оценка проводилась на основе форм банковской отчетности 0409101, 0409128, 0409129, 0409135, значений ставки MOSPRIME, трехлетней доходности ОФЗ, ряда макроэкономических показателей. Оценивались панельные регрессии с фиксированными эффектами (без учета авторегрессионной компоненты и с ней), включающие:

- годовой прирост кредитования – зависимую переменную;
- прирост ставок денежного рынка;
- банковские контрольные переменные;
- макропеременные.

В ходе оценки были получены следующие результаты:

- Выявлено значимое влияние ставок денежного рынка на динамику рублевого кредитного портфеля. При повышении ставки MOSPRIME на 1 п.п. годовой прирост кредитного портфеля снижается на 0,4–0,6 п.п. (в зависимости от разных спецификаций), через квартал – на 0,4–0,8 процентного пункта.
- Показано, что трансмиссионный механизм явно выражен в корпоративном сегменте. Через квартал после повышения ставки на 1 п.п. прирост портфеля замедляется на 0,5 процентного пункта. Более сильная реакция – по кредитам крупнейших банков.
- В розничном сегменте не выявлено явного действия трансмиссионного механизма.

<sup>1</sup> Дробышевский С. М., Трунин П. В., Каменских М. В., «Анализ трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики в российской экономике», научные труды № 116Р, Москва, ИЭПП, 2008.

<sup>2</sup> Егоров А., Борзых О., «Оценка чувствительности сегментов кредитного рынка к изменению ключевой ставки Банка России». Деньги и кредит, № 9, 2017.

Полученные результаты подтверждают тот факт, что реакция на ДКП отличается для разных сегментов кредитования и не во всех является устойчивой. Кроме того, характер трансмиссии может существенно различаться в зависимости от изначальных экономических условий, состояния банковского сектора, потребительских настроений. Вероятно, существенную роль могут играть кризисы, наличие льготных программ кредитования, структурная трансформация банковского сектора.

ДИНАМИКА СТАВОК ДЕНЕЖНОГО РЫНКА И ГОДОВЫХ ПРИРОСТОВ КРЕДИТОВАНИЯ

Табл. 1

Дата	Корпоративные кредиты	Розничные кредиты	Средства корпоративных клиентов	Средства физических лиц	Ставка MOSPRIME	Ключевая ставка	Доходность 3-летних ОФЗ	Доходность 10-летних ОФЗ	Ставка MOSPRIME	Ключевая ставка	Доходность 3-летних ОФЗ	Доходность 10-летних ОФЗ
01.07.2014	17,3	22,8	10,0	9,0	9,6	7,5	8,2	8,5				
01.01.2015	16,2	14,0	15,9	-0,7	20,1	13,5	14,2	12,5				
01.07.2015	6,3	0,8	12,4	9,6	12,9	12,0	11,1	10,8	3,4	4,5	2,8	2,3
01.01.2016	4,6	-4,7	7,4	22,4	11,9	11,0	10,2	9,7	-8,3	-2,5	-3,9	-2,8
01.07.2016	10,1	0,0	13,3	19,3	11,2	10,7	9,2	8,6	-1,8	-1,3	-1,9	-2,2
01.01.2017	6,6	3,2	6,0	15,4	10,6	10,0	8,5	8,6	-1,3	-1,0	-1,8	-1,1
01.07.2017	6,7	7,3	7,1	16,2	9,3	9,1	7,9	7,8	-1,9	-1,6	-1,2	-0,8
01.01.2018	12,6	13,8	9,4	14,2	8,1	8,0	7,1	7,6	-2,5	-2,0	-1,3	-0,9
01.07.2018	14,6	20,0	10,3	13,7	7,4	7,3	7,1	7,7	-1,8	-1,9	-0,8	-0,1
01.01.2019	13,6	23,1	12,8	9,5	8,6	7,6	8,3	8,8	0,4	-0,4	1,1	1,2
01.07.2019	13,1	23,3	10,4	7,4	8,1	7,6	7,3	7,7	0,7	0,4	0,2	0,0
01.01.2020	8,5	18,9	11,0	9,7	6,6	6,4	5,9	6,5	-2,0	-1,3	-2,4	-2,3
01.07.2020	10,1	12,8	16,3	9,4	5,3	5,2	4,8	5,8	-2,8	-2,4	-2,6	-1,9
01.01.2021	11,5	13,6	14,2	6,6	4,9	4,3	4,9	6,2	-1,7	-2,1	-1,0	-0,3
01.07.2021	16,7	24,1	14,7	2,7	6,2	5,3	6,7	7,2	0,9	0,1	1,9	1,4
01.01.2022	20,0	25,5	22,7	7,0	9,3	7,9	8,7	8,5	4,3	3,7	3,8	2,3

– ускорение годового темпа роста

– замедление годового темпа роста

рост в годовом выражении

снижение в годовом выражении

### 3.2. Процентный риск банковского сектора

- Подверженность банковского сектора процентному риску усилилась в последние годы, а с ужесточением ДКП началась его реализация – наблюдалась отрицательная переоценка ценных бумаг, а также опережающий рост процентных расходов банков.
- К основным источникам усиления процентного риска можно отнести углубление разрыва между срочностью активов и пассивов, происходившее на фоне низких ставок, неоднородное изменение ставок по активам и пассивам, а также встроенные «опциональности» в ряде кредитных продуктов.
- Влияние процентного риска на банки по итогам 2021 года было умеренным. Банки начали активнее выпускать кредитные продукты, менее подверженные риску изменения про-

центной ставки, в частности кредиты по плавающим ставкам, что, в свою очередь, может увеличить кредитные риски на фоне роста ставок в экономике.

Рост процентных ставок в 2021 году подчеркнул важность управления процентным риском для КО. По мере ужесточения ДКП процентный риск начал реализовываться по ряду направлений:

1. В опережающем увеличении процентных расходов банков.

Начиная с III квартала 2021 года рост процентных расходов стал опережать рост процентных доходов банков (рис. 10).

2. В росте отрицательной переоценки портфеля ценных бумаг.

К концу 2021 года накопилась заметная отрицательная переоценка портфеля. Она немногим уступила предыдущему эпизоду реализации процентного риска, который наблюдался в 2019 году (рис. 11)<sup>1</sup>.

Судя по динамике переоценки ценных бумаг, а также увеличению общего объема ЧПД банков, можно утверждать, что влияние процентного риска на банки по итогам 2021 года оказалось умеренным<sup>2</sup>.

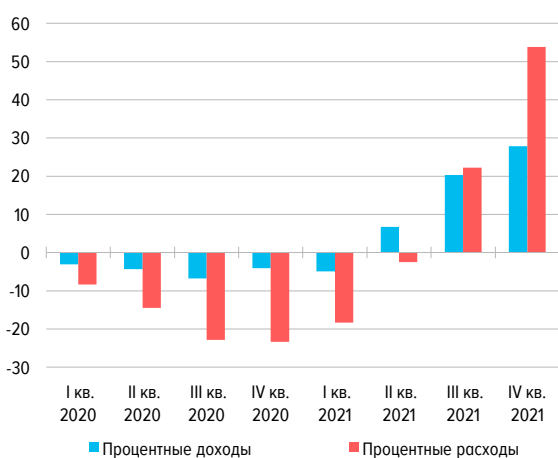
Основная причина подверженности банковского сектора процентному риску заключается в преобладании краткосрочных пассивов над средне- и долгосрочными требованиями банков. В целом подобное несоответствие временной структуры активов и пассивов характерно для банковской деятельности, но ее степень для российских банков усилилась при переходе к мягкой ДКП из-за следующих факторов.

1. Рост объема средств физических лиц на текущих счетах.

Низкие ставки по депозитам заставили население пересмотреть свои предпочтения в пользу текущих счетов, на которые многими банками начисляются проценты на остаток, но при этом они обладают гораздо большей ликвидностью. В то же время по мере роста ключевой ставки тенденция начала меняться: население снова стало открывать срочные вклады.

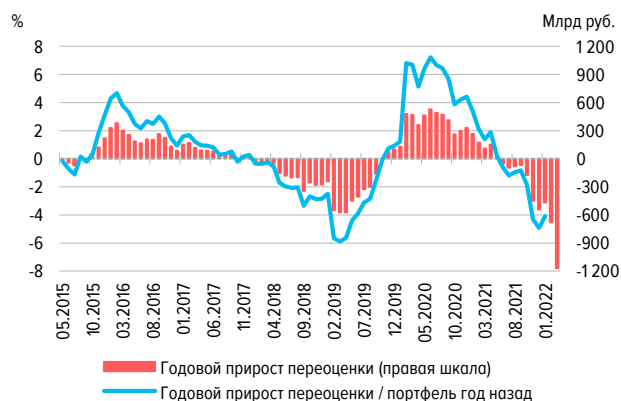
2. Ускорение роста кредитования на фоне мягкой ДКП и действия льготных программ при удлинении сроков кредитования.

ГОДОВОЙ ПРИРОСТ ЧИСТЫХ ПРОЦЕНТНЫХ ДОХОДОВ И РАСХОДОВ БАНКОВ (%) Рис. 10



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

ДИНАМИКА ГОДОВОЙ ПЕРЕОЦЕНКИ ДОЛГОВЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ\* (п.п.) Рис. 11

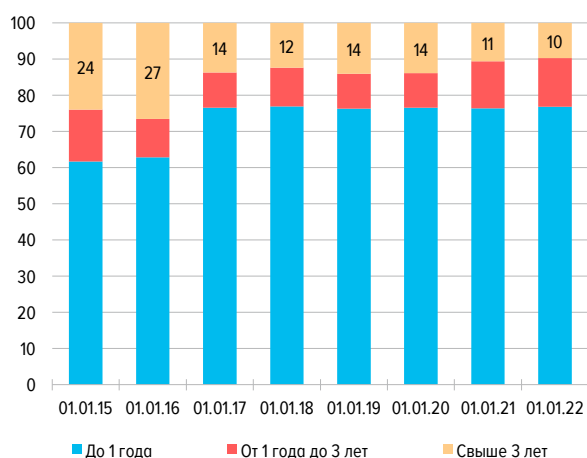


\* Рассматривается годовой прирост переоценки, определенный на основе остатков на счетах 501, 502, 503 (долговые ценные бумаги, оцениваемые по справедливой стоимости через прибыль и убыток, через прочий совокупный доход) формы банковской отчетности 0409101.

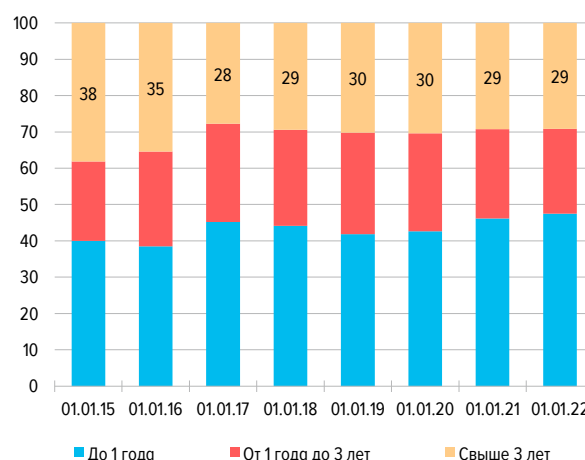
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

<sup>1</sup> Это произошло несмотря на более значительное повышение ключевой ставки в прошлом году: +0,50 п.п. за второе полугодие 2018 года по сравнению с +4,25 п.п. за весь 2021 год. На динамике доходностей долговых бумаг в 2018 году сказались усиление геополитической напряженности и ввод санкций против ряда российских компаний, в том числе компании «Русал».

<sup>2</sup> [http://cbr.ru/analytics/finstab/ofs/2\\_3\\_q\\_2021/](http://cbr.ru/analytics/finstab/ofs/2_3_q_2021/).

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПАССИВОВ ПО СРОЧНОСТИ  
(МЛРД РУБ.) Рис. 12

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ ПО СРОЧНОСТИ  
(МЛРД РУБ.) Рис. 13

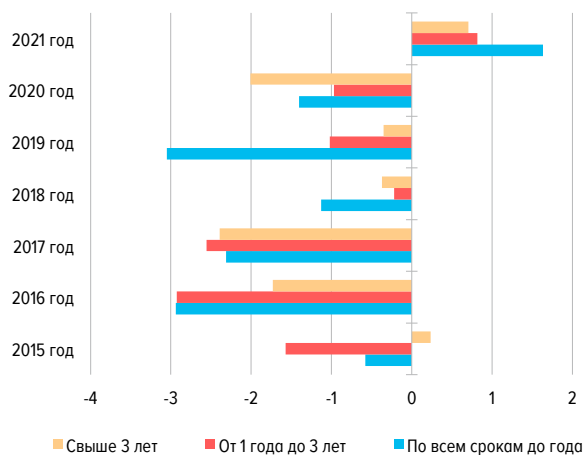
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Так, в сегменте ипотечного кредитования средний срок ипотечного кредита за 2020–2021 годы вырос с 18,1 года до 21,4 года. Также в 2021 году наблюдался [рост доли долгосрочных потребительских кредитов в объеме выдач](#)<sup>3</sup>.

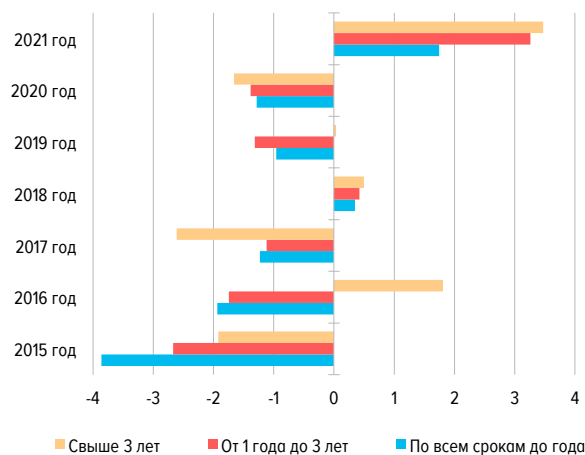
### 3. Неоднородное изменение ставок по кредитам и депозитам.

Так, по итогам 2021 года ставки по депозитам физических лиц выросли значительно сильнее, чем ставки по кредитам. Обновление коротких пассивов, так же, как и привлечение депозитов любой срочности по новым, более высоким ставкам, может негативно отразиться на ЧПД банков. При этом в 2020 году наблюдалось ощутимое снижение ставок по долгосрочным кредитам, что будет сказываться на процентных доходах банковского сектора в ближайших периодах.

4. Наличие встроенных опционов в ряде кредитных продуктов, в частности возможности досрочного погашения кредитов.

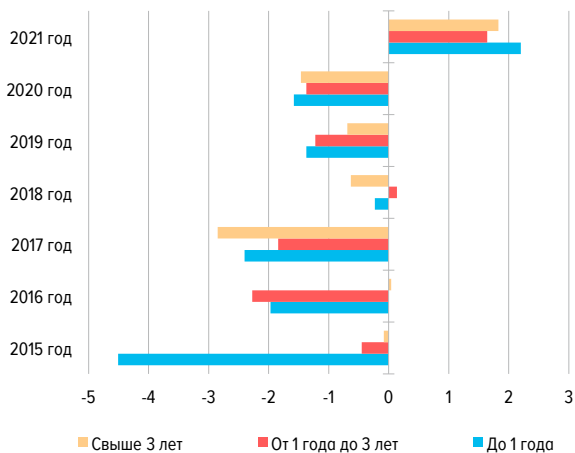
ПРИРОСТ СТАВОК ПО КРЕДИТАМ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ  
В РУБЛЯХ Рис. 14  
(ДАННЫЕ НА КОНЕЦ ПЕРИОДА, %)

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

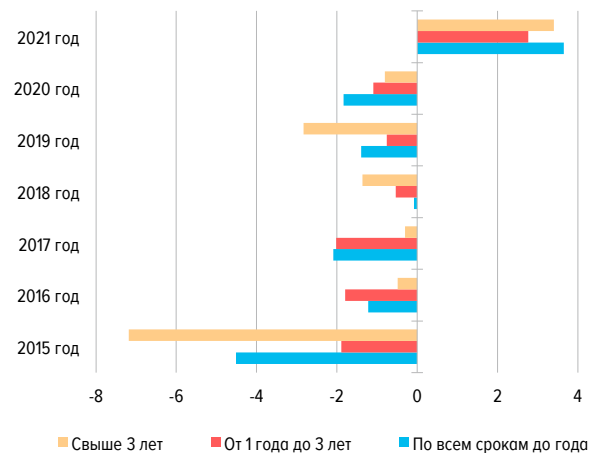
ПРИРОСТ СТАВОК ПО ДЕПОЗИТАМ ФИЗИЧЕСКИХ  
ЛИЦ В РУБЛЯХ Рис. 15  
(ДАННЫЕ НА КОНЕЦ ПЕРИОДА, %)

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

<sup>3</sup> Удлиняя сроки кредитования, банки снижали ПДН заемщиков. Такое снижение кредитного риска в краткосрочной перспективе привело к накоплению процентного риска.

ПРИРОСТ СТАВОК ПО КОРПОРАТИВНЫМ КРЕДИТАМ Рис. 16  
(ДАННЫЕ НА КОНЕЦ ПЕРИОДА, %)

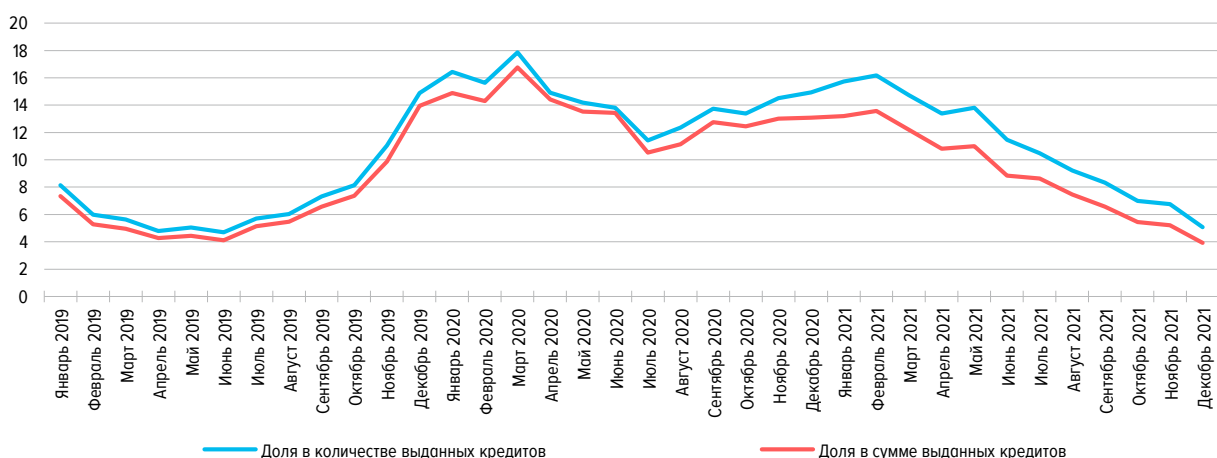
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

ПРИРОСТ СТАВОК ПО ДЕПОЗИТАМ НЕФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ В РУБЛЯХ Рис. 17  
(ДАННЫЕ НА КОНЕЦ ПЕРИОДА, %)

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

При снижении ставок растет спрос на рефинансирование кредитов по более выгодным условиям. Подобная ситуация наблюдалась как в ипотечном сегменте в конце 2019 – в 2020 году, так и в сегменте *необеспеченных потребительских кредитов*. Это привело к реализации процентного риска и снижению процентных доходов банков по данным кредитным продуктам.

В результате в 2021 году величина отрицательного разрыва между активами и пассивами банков, или процентного гэпа<sup>4</sup>, в интервале до 30 дней выросла по сравнению с началом 2018 года. Также по сравнению с прошлыми годами выросли разрывы в интервалах от 2 до 15 лет. При подобной диспропорции опережающий рост процентных расходов при увеличении ставок объясняется тем, что «короткие» пассивы быстро обновлялись и привлекались по новым – более высоким ставкам, в то время как «длинные» активы продолжали генерировать доходы по старым ставкам, оставшимся низкими в новых условиях.

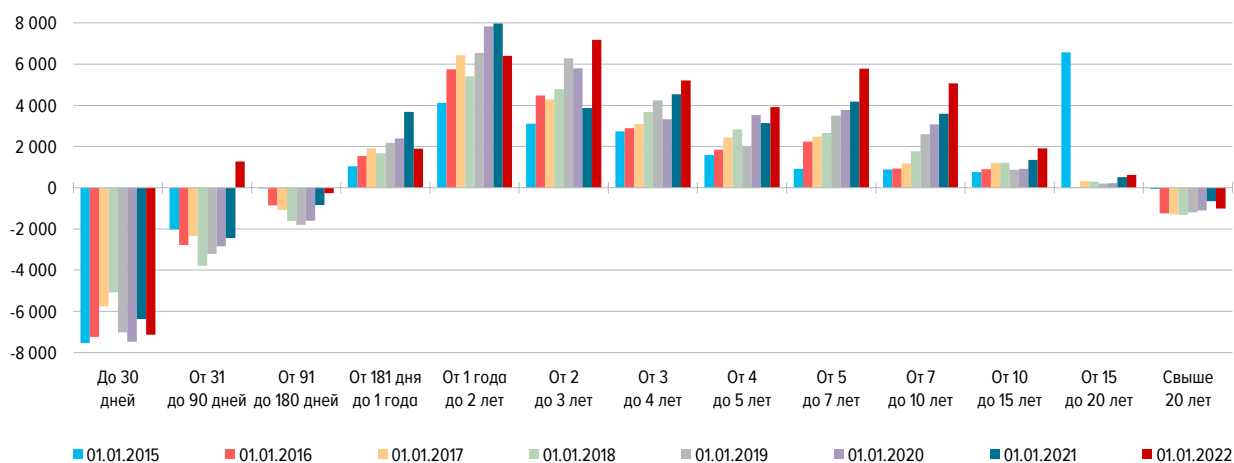
ДОЛЯ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ, ВЫДАННЫХ НА ПОГАШЕНИЕ ВЗЯТЫХ РАНЕЕ КРЕДИТОВ, В СТРУКТУРЕ ВЫДАЧ Рис. 18  
(%)

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

<sup>4</sup> Разрыв, или процентный гэп, – это разница между активами и пассивами, чувствительными к изменению процентной ставки, в разрезе сроков, оставшихся до погашения. Принимает положительное значение при преобладании активов и отрицательное – при преобладании пассивов.

ПРОЦЕНТНЫЙ ГЭП БАНКОВСКОГО ПОРТФЕЛЯ ПО ОПЕРАЦИЯМ В РУБЛЯХ  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 19



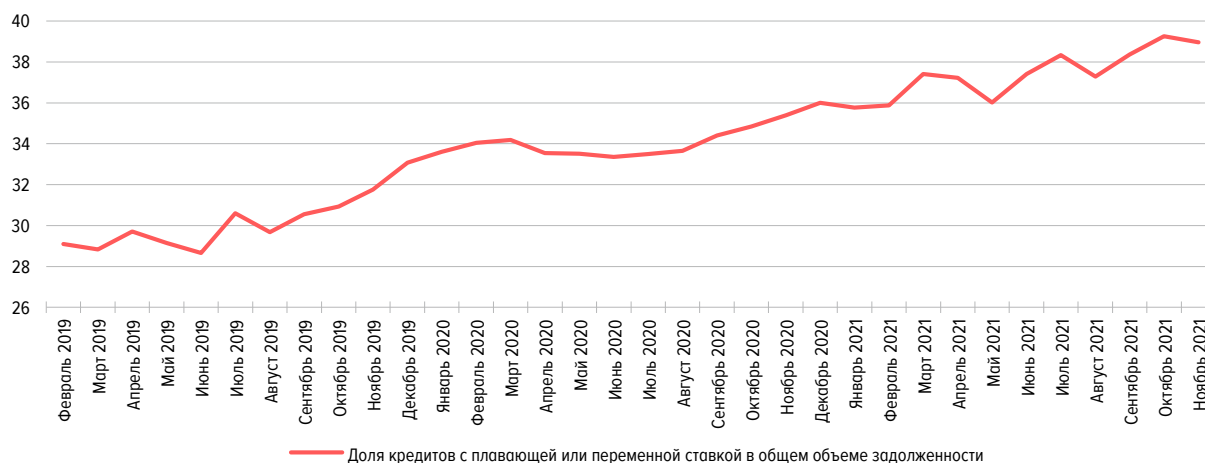
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

В 2020–2021 годах банки корректировали структуру своих активов в рамках управления процентным риском. Этому способствовали увеличение доли кредитов, предоставляемых по плавающей ставке (рис. 20), и наращивание выдач кредитных карт. Значительная часть подобных кредитов отражается в отчетности как нечувствительные к процентному риску, снижая величину процентного гэпа. Однако нельзя не отметить, что при проведении подобной политики процентный риск банков трансформируется в кредитный, особенно в период повышения ставок и ухудшения динамики деловой активности.

Напомним, что в 2020 году произошел резкий рост вложений банков в ОФЗ с плавающим купоном, размер которого зависит от динамики ставки RUONIA<sup>5</sup> (так называемые «флоатеры»). Вложения во «флоатеры» так же, как и выдачи кредитов по плавающим ставкам, способствуют сокращению процентного гэпа банков. В 2021 году Минфин России не размещал «флоатеры», поэтому в прошедшем году объем вложений банков в ОФЗ-ПК существенно не менялся. Этот фактор не оказал дополнительного влияния на процентный гэп.

ДИНАМИКА ДОЛИ КОРПОРАТИВНЫХ КРЕДИТОВ, ВЫДАННЫХ ПО ПЛАВАЮЩЕЙ СТАВКЕ, ВСЕГО КРЕДИТОВ  
(%)

Рис. 20



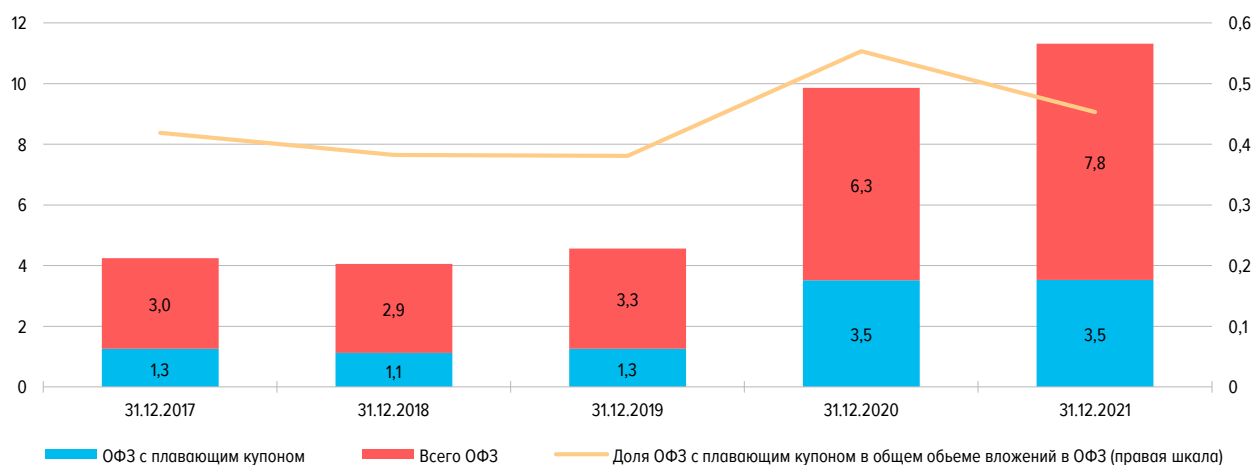
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

<sup>5</sup> Серия ОФЗ-ПК.



ДИНАМИКА ВЛОЖЕНИЙ В ОФЗ С ПЛАВАЮЩИМ КУПОНОМ (%)

Рис. 21



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

### 3.3. Мягкая денежно-кредитная политика способствовала росту кредитования и комиссионных доходов банков

- Переход к мягкой ДКП в России привел к ускорению роста кредитования, в частности в розничном сегменте, при этом произошла корректировка структуры средств физических лиц в сторону средств на счетах. При этом ужесточение ДКП в 2021 году несколько повысило привлекательность срочных вкладов, но не привело к быстрому замедлению роста кредитного портфеля и существенному ускорению в динамике срочных вкладов.
- Снижение ключевой ставки в 2020 году не привело к сокращению ЧПД банков, но стимулировало рост непроцентных доходов.

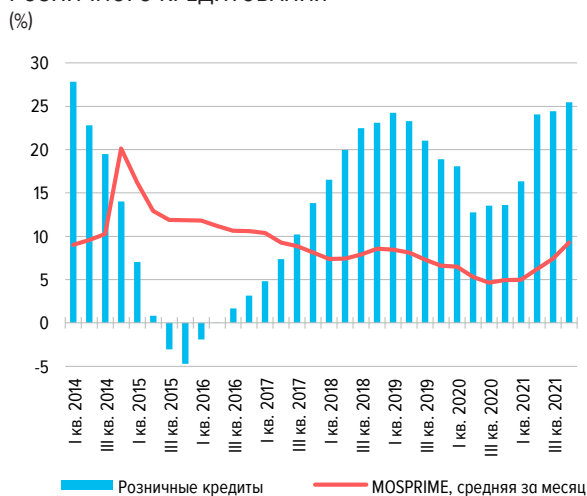
В развитых экономиках банковская система уже более десятилетия функционирует в режиме низких процентных ставок. В ряде исследований<sup>6</sup> установлено, что переход к низким ставкам приводит к снижению чистой процентной маржи банков и их рентабельности. В свою очередь, снижение прибыльности банковского бизнеса снижает способность расширять кредитование. При этом дальнейшее смягчение ДКП после перехода к режиму низких ставок менее эффективно стимулирует кредитование, так как уровень ставок уже является очень низким. В то же время у банков могут возникнуть стимулы в большей степени ориентироваться на депозиты и другое долгосрочное фондирование по фиксированным ставкам, а не на краткосрочное фондирование по переменным ставкам.

Также в исследованиях демонстрируется, что низкие процентные ставки могут негативно влиять на принятие банками рисков. Так, в работе Michael Brei, Claudio Borio and Leonardo Gambacorta (2019) показано, что низкие процентные ставки стимулируют банки переключать свою активность с кредитования на получение комиссионных и торговых доходов. Режим низких ставок, как правило, увеличивает привлекательность рынка акций и облигаций. В таком случае банки корректируют структуру своих портфелей, осуществляя больше вложений в ценные бумаги и меньше кредитуя.

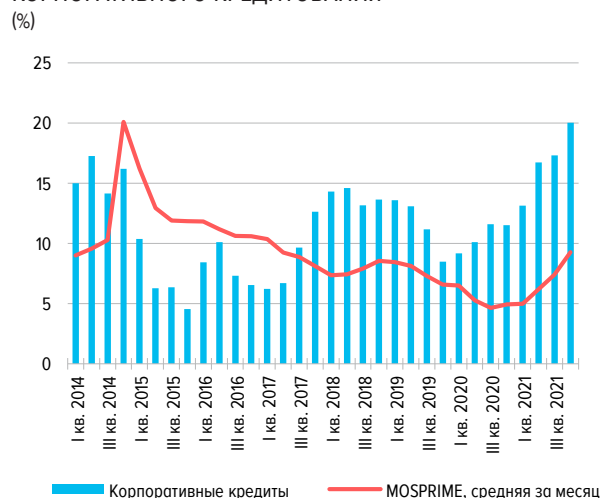
Переход Банка России в 2020 году к мягкой ДКП в ответ на дезинфляционные риски со стороны спроса, связанные с пандемией, привел к изменениям поведения банков и кор-

<sup>6</sup> Claudio Borio and Leonardo Gambacorta. *Monetary policy and bank lending in a low interest rate environment: diminishing effectiveness?* BIS Working Papers № 612. February 2017; Michael Brei, Claudio Borio and Leonardo Gambacorta. *Bank intermediation activity in a low interest rate environment.* BIS Working Papers № 807. August 2019; Stijn Claessens, Nicholas Coleman, Michael Donnelly. «Low-For-Long» interest rates and banks» interest margins and profitability: Cross-country evidence. *Journal of financial intermediation* 000 (2017) 1–16.

ДИНАМИКА СТАВКИ MOSPRIME И ГОДОВОГО РОСТА РОЗНИЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ Рис. 22



ДИНАМИКА СТАВКИ MOSPRIME И ГОДОВОГО РОСТА КОРПОРАТИВНОГО КРЕДИТОВАНИЯ Рис. 23



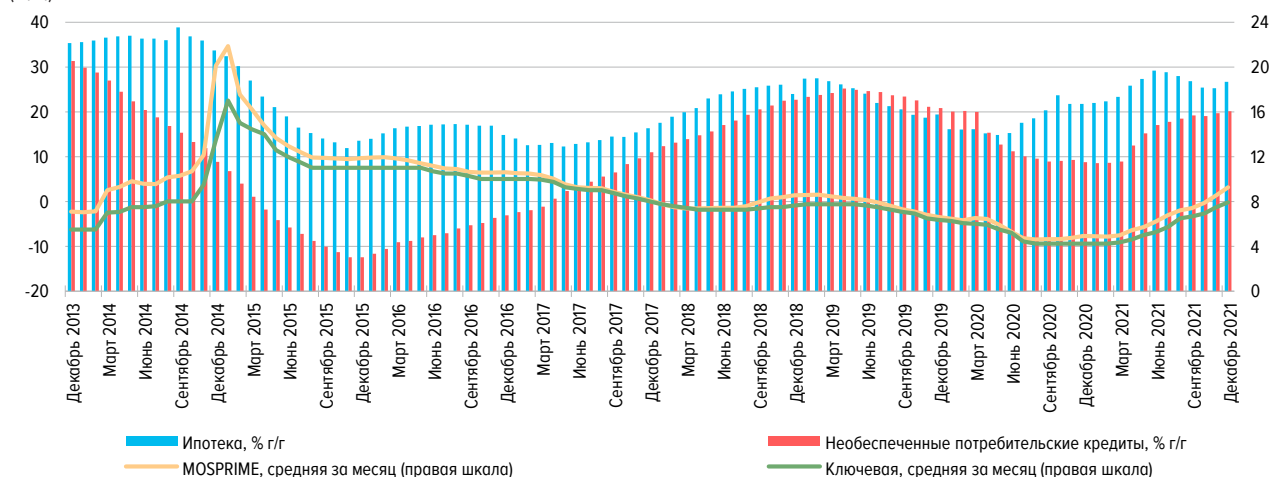
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА, СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА И ГОДОВЫЕ СЕГМЕНТЫ РОСТА В РАЗНЫХ СЕКТОРАХ КРЕДИТОВАНИЯ

(П.П.)

Рис. 24



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

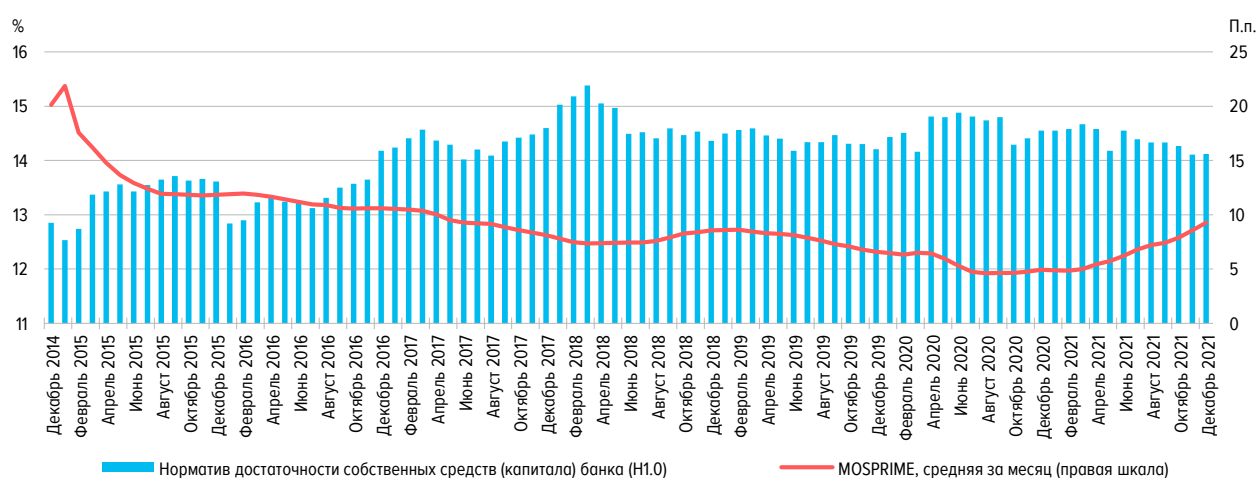
ректинг их бизнес-моделей, но реакция российского банковского сектора существенно отличалась от реакции в развитых странах.

В первую очередь это объясняется меньшей продолжительностью периода мягкой ДКП в России. Кроме того, уровень процентных ставок в нашей экономике даже на рекордно низком уровне, наблюдаемом во втором полугодии 2020 года, оставлял Банку России пространство для дальнейшего снижения ключевой ставки в случае возможного усиления дезинфляционных рисков в связи с эпидемической ситуацией. При этом необходимо также учесть, что переход к мягкой ДКП совпал с завершением *структурной трансформации банковского сектора* – в 2018 году завершилась в основном «политика оздоровления» банковского рынка, очищающая от слабых и недобросовестных игроков, многие банки улучшили свои бизнес-модели и системы управления рисками. Влияние подобной трансформации на показатели банков было достаточно существенным.

Переход к мягкой ДКП привел к ускорению роста рублевого кредитного портфеля в обоих сегментах: розничном и корпоративном кредитовании (рис. 22, 23). При этом ускорение розничного кредитования наблюдалось как в сегменте необеспеченных потребительских кредитов, так и в ипотечном сегменте (рис. 24).

СТАВКА RUONIA (% ГОДОВЫХ) И ДОСТАТОЧНОСТЬ КАПИТАЛА БАНКОВ  
(п.п.)

Рис. 25



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Ускорение в различных сегментах кредитования при переходе к мягкой ДКП объяснялось прежде всего факторами спроса на кредиты, дополнительно поддержанными действием ряда льготных программ в ипотечном сегменте. При этом банки обладали достаточным запасом капитала, чтобы удовлетворять выросший спрос на кредиты. Кроме того, росту кредитного предложения способствовали [улучшение скоринговых моделей](#) и совершенствование систем управления рисками, что позволило банкам выдавать кредиты большему количеству заемщиков при меньших рисках. В то же время стремление банков направлять свои ресурсы в более прибыльные сегменты бизнеса также могло сыграть определенную роль в ускоренных темпах роста кредитования.

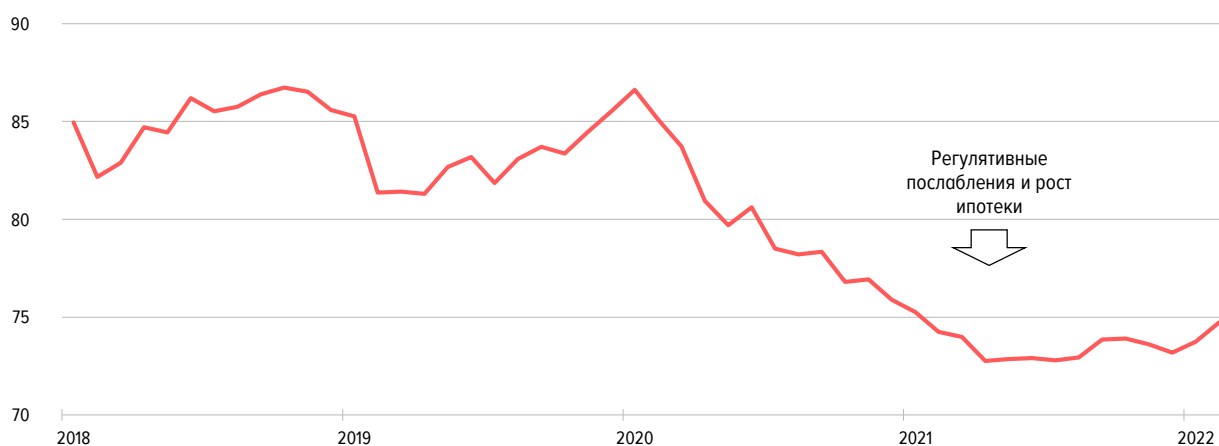
В условиях мягкой ДКП банки могут начинать проводить более рисковую политику. Тем не менее изменения в поведении банков не привели к существенному ухудшению качества их активов в 2019–2021 годах. Кроме того, в 2020 году качество активов было поддержано регуляторными послаблениями. Доля проблемных и безнадежных ссуд в условиях мягкой ДКП несколько выросла только в корпоративном портфеле, а в розничном – демонстрировала устойчивое снижение, чему способствовал быстрый рост кредитного портфеля. Кроме того, на протяжении периода действия пониженных процентных ставок произошло небольшое снижение среднего риск-веса активов<sup>7</sup> (рис. 26). Это можно объяснить общим улучшением экономической ситуации, более консервативной политикой банков в результате принятых в 2018–2019 годах макропруденциальных мер, а также уходом в 2017–2018 годах с банковского рынка ряда игроков, проводящих более рискованную политику в отношении выдач. Также риск-вес снизился за счет перехода банками на финализированный подход к расчету достаточности капитала.

Переход к режиму мягкой ДКП привел к [некоторому изменению структуры банковских пассивов](#) – наблюдался существенно более ощутимый рост средств физических лиц на счетах при снижении темпа роста срочных вкладов (рис. 27). Хотя при повышении ключевой ставки в 2021 году наблюдался разворот в динамике рублевых средств физических лиц, их динамика существенно отличалась от периода «высоких» ставок. Рост объема срочных вкладов мог

<sup>7</sup> Средний риск-вес банков определяется как отношение активов, взвешенных по риску, к совокупным балансовым активам на основе форм банковской отчетности 0409101 и 0409135. При расчете нормативов достаточности капитала различные требования взвешиваются с разными коэффициентами рисков в зависимости от уровня рискованности. Риск-веса могут корректироваться в рамках регулятивных ужесточений или послаблений. Тем не менее изменение риск-веса дают определенное представление о степени рискованности поведения банков.

ОТНОШЕНИЕ ВЗВЕШЕННЫХ ПО РИСКУ АКТИВОВ К БАЛАНСОВЫМ АКТИВАМ (%)

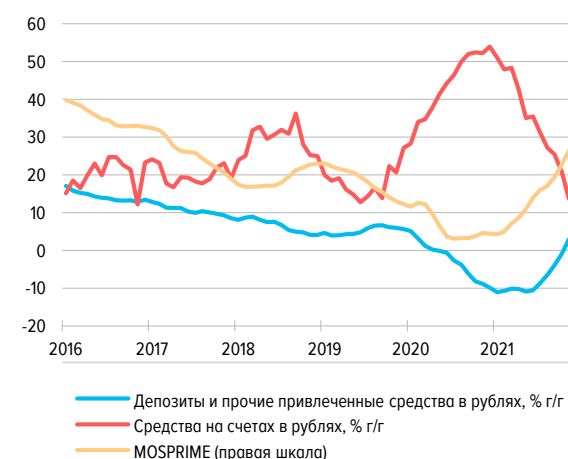
Рис. 26



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

СТАВКА RUONIA И ГОДОВОЙ ПРИРОСТ СРЕДСТВ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ (%)

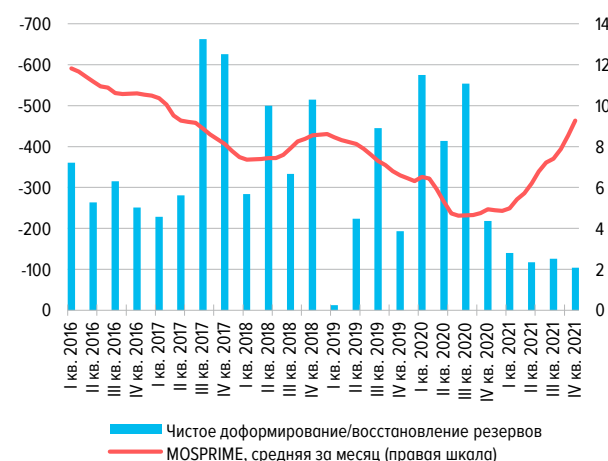
Рис. 27



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА И ДИНАМИКА РЕЗЕРВОВ (МЛРД РУБ.)

Рис. 28



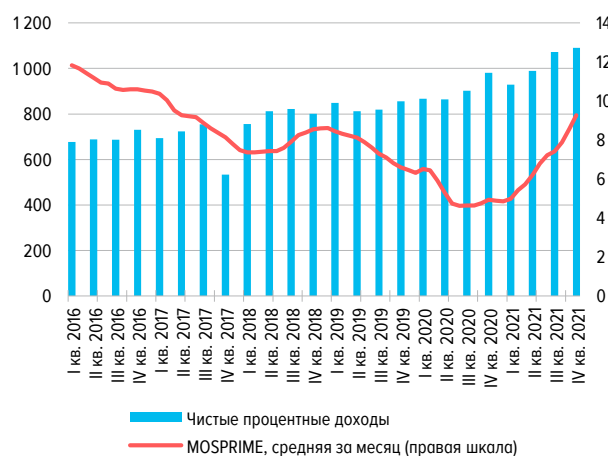
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

быть замедлен такими факторами, как снижение доходов населения в условиях пандемии, рост интереса к фондовым рынкам и рост инвестиционного спроса на жилье.

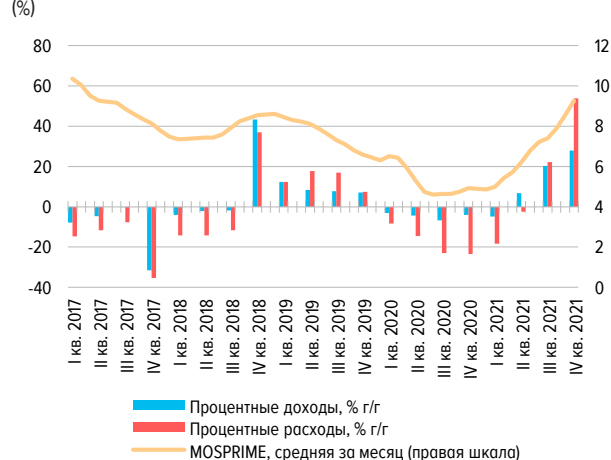
В России переход к мягкой ДКП не привел к явному сокращению ЧПД банков – процентные доходы и расходы начали снижение с некоторым лагом, при этом снижение процентных расходов оказалось более значительным (рис. 29, 30). А после начала ужесточения ДКП во второй половине 2021 года процентные расходы начали расти опережающими темпами по сравнению с доходами.

В то же время при переходе к режиму мягкой ДКП наблюдался рост чистых комиссионных доходов банков, а также доходов от торговых операций (рис. 31, 32) – банки стремились наращивать альтернативные источники доходов в ответ на снижение «традиционных» процентных доходов.

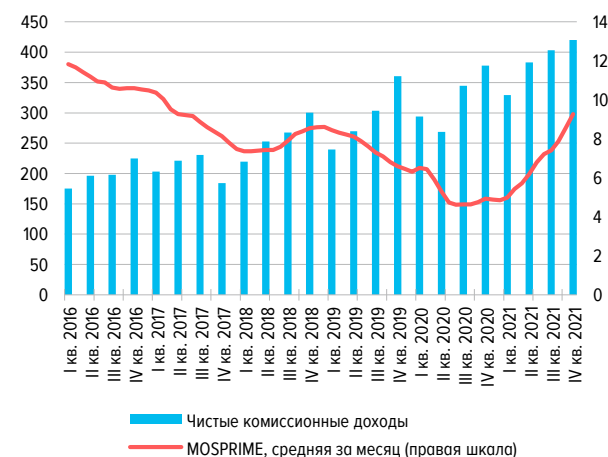
Также низкие ставки подтолкнули развитие банковских экосистем. Экосистемы могут способствовать получению альтернативных, «непроцентных» доходов банками за счет кросс-продаж различных продуктов. В то же время они помогают удерживать клиентов, несмотря на низкие ставки по банковским вкладам, за счет предоставления целого ряда дополнительных услуг.

СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА И ДИНАМИКА ЧПД  
БАНКОВ (МЛРД РУБ.) Рис. 29

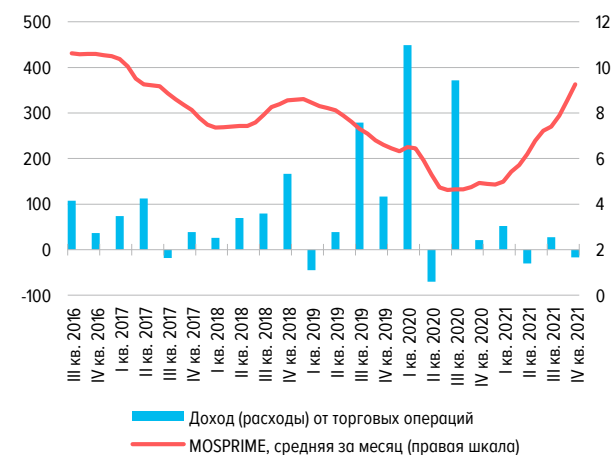
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА И ГОДОВЫЕ  
ПРИРОСТЫ ПРОЦЕНТНЫХ ДОХОДОВ  
И ПРОЦЕНТНЫХ РАСХОДОВ БАНКОВ (%) Рис. 30

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

ДИНАМИКА ЧИСТЫХ КОМИССИОННЫХ ДОХОДОВ  
(МЛРД РУБ.) Рис. 31

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

ДИНАМИКА ЧИСТЫХ ДОХОДОВ ОТ ТОРГОВЫХ  
ОПЕРАЦИЙ (МЛРД РУБ.) Рис. 32

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

### 3.4. Повышенные темпы роста розничного кредитования в 2020 – 2021 годах: роль факторов временного характера

- Основные причины сохранения повышенных темпов роста розничного кредитования после начала ужесточения ДКП – сохранение относительно мягкой ДКП, льготные ипотечные программы, а также такие неценовые факторы, как повышенные инфляционные ожидания и ожидания роста ставок.
- Запас капитала банков позволял сохранять повышенные темпы роста портфеля.

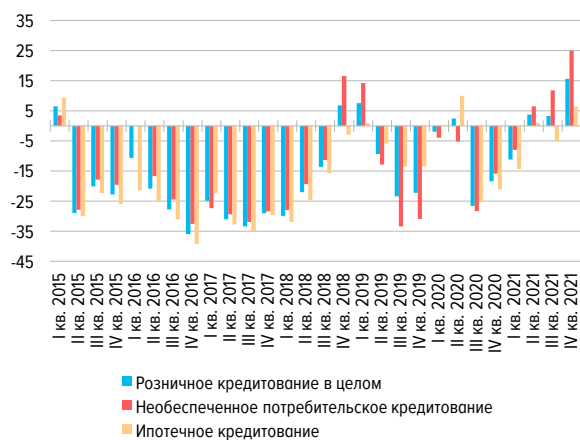
Ранее отмечалось, что повышенный рост розничного кредитования наблюдался на протяжении практически всего периода низких процентных ставок. При этом начинающееся ужесточение ДКП и условий банковского кредитования<sup>8</sup>, повышение макропруденциальных требований (рис. 33) не привели в 2021 году к его замедлению. В конце 2021 года наблюда-

<sup>8</sup> Индексы изменения условий банковского кредитования исчисляются в процентных пунктах и могут принимать значения от -100 (все банки смягчили условия кредитования) до +100 (все банки ужесточили условия кредитования). Данные индексы определяют доступность кредитов для заемщиков, что выражается в процентной ставке, сроках, размере кредита и других факторах.

## ИЗМЕНЕНИЕ УСЛОВИЙ БАНКОВСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ В РАЗЛИЧНЫХ РОЗНИЧНЫХ СЕГМЕНТАХ

Рис. 33

(п.п.)

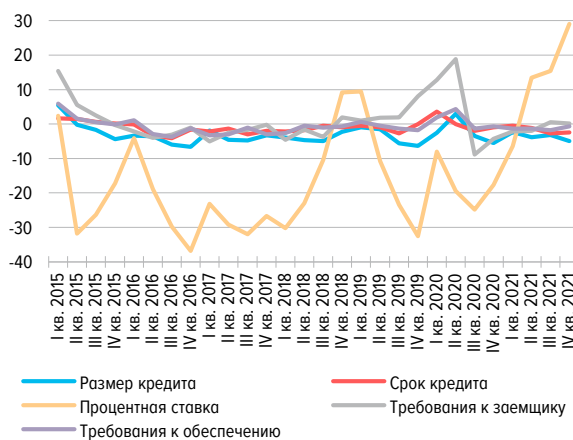


Источники: Банк России, расчеты ДИП.

## ИЗМЕНЕНИЕ РАЗЛИЧНЫХ КОМПОНЕНТ УСЛОВИЙ БАНКОВСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ ПО РОЗНИЧНЫМ КРЕДИТАМ

Рис. 34

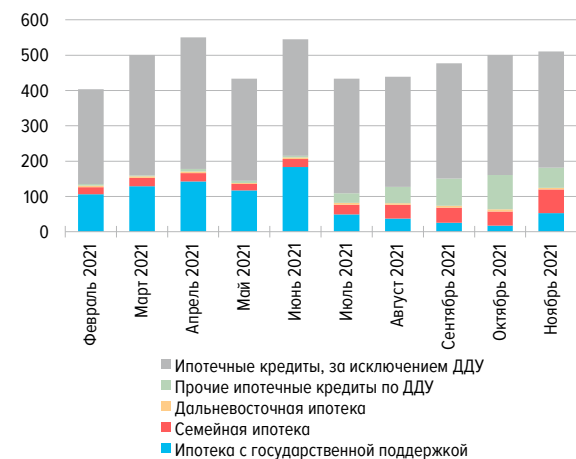
(п.п.)



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

## ДИНАМИКА ОБЪЕМА ВЫДАННЫХ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ (МЛРД РУБ.)

Рис. 35

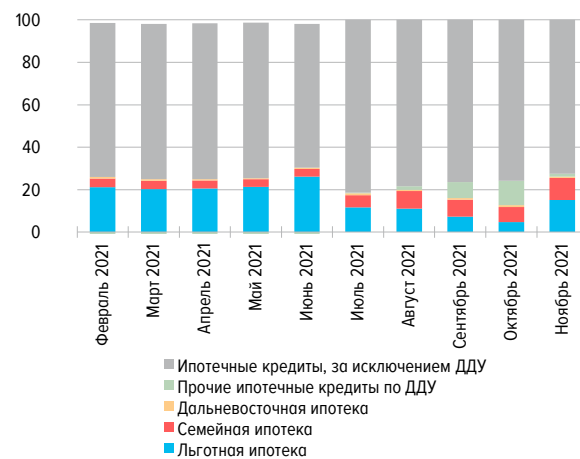


Источники: Банк России, ДОМ.РФ, расчеты ДИП.

## ДИНАМИКА ОБЪЕМА ВЫДАННЫХ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ (%)

Рис. 36

(%)



Источники: Банк России, ДОМ.РФ, расчеты ДИП.

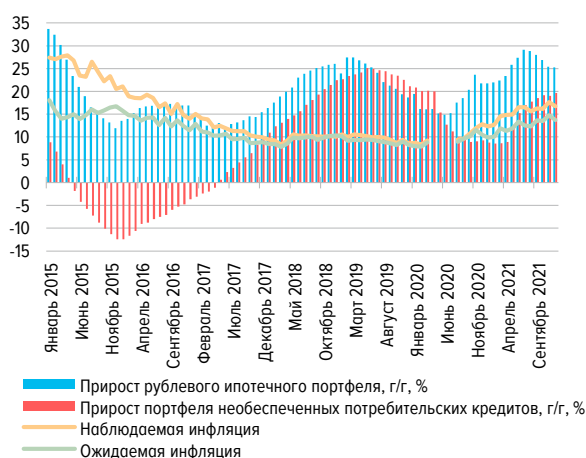
лось заметное ужесточение условий банковского кредитования только по размеру процентной ставки, остальные неценовые условия в целом оставались без изменений (рис. 34). Это позволяет предположить, что повышенный рост в сегменте розничного кредитования в значительной степени объяснялся факторами спроса.

Спрос на ипотечное кредитование в значительной степени поддерживался наличием льготных программ – в 2021 году на них приходилась значительная часть выдач по ипотеке на первичном рынке. Определенную роль играли и собственные программы, предлагаемые отдельными банками. Данный фактор спроса поддерживал динамику ипотечного портфеля и после ужесточения ДКП. При этом спрос на ипотечные кредиты в целом продолжал подогреваться ожиданиями роста цен на жилье, повышения ипотечных ставок и возможного сокращения льготных программ.

Спрос на потребительское кредитование подогревался ростом цен на товары и услуги, реализацией отложенного на фоне пандемии спроса и повышенными инфляционными ожиданиями (рис. 37). Значительная часть домохозяйств ожидала, что в будущем цены вырастут сильнее, чем доходы, что могло стимулировать не откладывать крупные покупки, а осуществлять их в кредит в текущий момент времени. Кроме того, наличие онлайн-каналов продаж това-

ДИНАМИКА СЕГМЕНТОВ РОЗНИЧНОГО  
КРЕДИТОВАНИЯ И ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ  
(%)

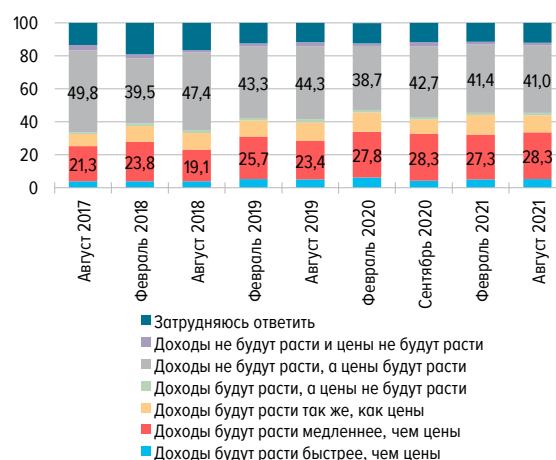
Рис. 37



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

ОЖИДАНИЯ ДОМОХОЗЯЙСТВ ОТНОСИТЕЛЬНО  
БУДУЩИХ ИЗМЕНЕНИЙ ДОХОДОВ И ЦЕН  
И ДОХОДОВ

Рис. 38



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

ров и услуг и онлайн-каналов кредитования могло простимулировать потребительский спрос и сделать получение кредита более быстрым и доступным.

### Врезка. Эффективность макропруденциальной политики

В 2021 году одновременно с ужесточением ДКП происходило неоднократное повышение риск-весов по необеспеченным потребительским кредитам. Однако оно не привело к *стабильному замедлению* темпов роста данного вида кредитования. Это можно объяснить рядом причин. Во-первых, ужесточение макропруденциальных нормативов может стимулировать банки наращивать запас капитала, а не сокращать портфели кредитов. Во-вторых, повышение риск-весов оказывает влияние на кредитование только тех банков, у которых запас достаточности капитала отсутствует или является небольшим. Банки, которые обладают достаточным запасом капитала, могут продолжать наращивать портфели необеспеченных потребительских кредитов прежними темпами даже при более высоких риск-весах. В-третьих, подверженными макропруденциальной политике в большей степени являются банки, которые специализируются на необеспеченном потребительском кредитовании, а не крупные универсальные банки, выдающие большую часть кредитов. Кроме того, банки могут корректировать структуру кредитования в сторону кредитов *с меньшей полной стоимостью*. Таким образом, принимаемые меры позволили снизить рискованность портфелей банков. Также определенную роль сыграла высокая маржинальность (прибыльность) потребительского кредитования для банков. Следует отметить, что с учетом ограниченного влияния существующих инструментов макропруденциальной политики на темпы роста кредитования Банк России способствовал утверждению на законодательном уровне нового инструмента – макропруденциальных лимитов.

## 4. СНИЖЕНИЕ УГЛА НАКЛОНА КРИВОЙ ОФЗ

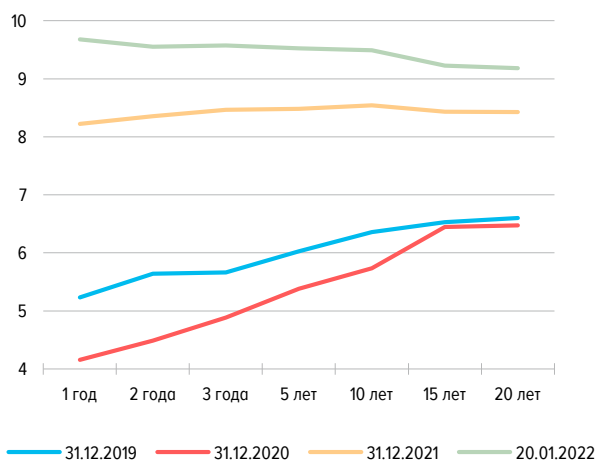
- На фоне возросших инфляционных рисков и повышения ключевой ставки Банком России угол наклона кривой доходностей ОФЗ снижался в 2021 году, достигнув в начале 2022 года отрицательных значений. Сокращение угла наклона сопровождалось неравномерным ростом доходностей вдоль всей кривой.
- Предыдущим эпизодам инверсионной формы кривой доходностей в 2015–2017 годах сопутствовали превышение ключевой ставкой уровня доходностей ОФЗ и смягчение ДКП. По нашему мнению, отрицательный угол наклона кривой по состоянию на конец 2021 – начало 2022 года отражал ожидания снижения инфляции в среднесрочной перспективе.

После достаточно успешного для финансовых рынков пандемического 2020 года 2021 год принес испытания в виде роста инфляции, вызванного активным восстановлением спроса при ограничениях на стороне предложения, а также роста доходностей финансовых активов во всем мире. Стимулирующие меры Правительства Российской Федерации и Банка России в 2020 году способствовали более активному снижению краткосрочных ставок и, соответственно, росту угла наклона кривой ОФЗ. Однако в 2021 году эта тенденция изменилась (рис. 39). К I кварталу 2022 года угол наклона кривой ОФЗ значительно уменьшился, переходя на некоторых сроках к отрицательным значениям.

Снижение угла наклона кривых доходностей в разной степени происходило и в других странах начиная с II квартала 2021 года (рис. 40). При этом рост доходностей и изменение формы кривой сопровождалось ростом спреда доходностей стран СФР к казначейским облигациям США.

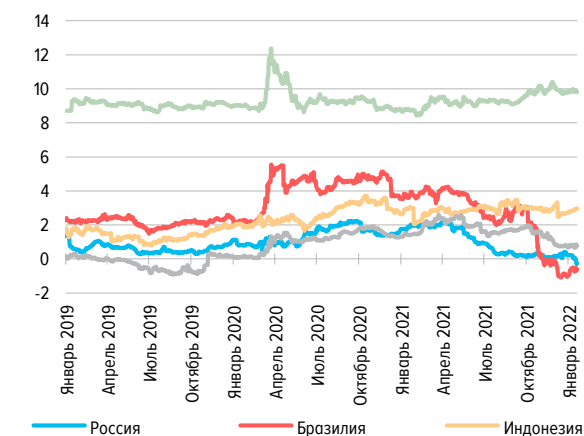
В одном из наших регулярных бюллетеней «О чем говорят тренды» № 5, 2020 мы подробно описывали факторы, влияющие на динамику и форму кривых доходностей. Стоит напомнить, что на краткосрочные реальные процентные ставки в значительной степени оказывают влияние уровень и динамика ключевой ставки. Номинальные долгосрочные ставки доходностей в большей степени определяются долгосрочными инфляционными ожиданиями и инфляционным риском (то есть риском того, что реализованная инфляция превысит ожидаемый на момент покупки облигации уровень). При этом на уровень доходностей и угол наклона кривой оказы-

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВЫХ ДОХОДНОСТЕЙ ОФЗ (% ГОДОВЫХ) Рис. 39



Источник: Bloomberg Finance LP.

СПРЕД ДОХОДНОСТЕЙ 10-ЛЕТНИХ И 1-ЛЕТНИХ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ (10Y – 1Y) (п.п.) Рис. 40



Примечание. Для Южной Африки спред 10Y – 3Y.  
Источник: Bloomberg Finance LP.



вают влияние не только внутренние, но и внешние факторы: отношение к риску иностранных инвесторов, динамика доходностей и инфляции в мире и другие.

Как правило, угол наклона кривой доходностей увеличивается в периоды, когда инвесторы требуют большую компенсацию за удержание более долгосрочных облигаций, так как растущая инфляция снижает реальную доходность облигаций. Напротив, кривая становится более плоской, когда растут ожидания снижения уровня инфляции и ключевой ставки в будущем.

Более «крутая» форма кривой доходностей в России и мире в 2020 году отражала как ожидания роста инфляции, так и надежду на достаточно быстрое восстановление экономики после фазы жестких локдаунов и иных коронавирусных ограничений. В начале 2021 года рост долгосрочных доходностей в США (на фоне более терпимого, чем раньше, отношения ФРС к среднесрочному уровню инфляции) в дополнение к постепенному повышению инфляционных ожиданий на российском рынке способствовал росту доходностей российских госбумаг.

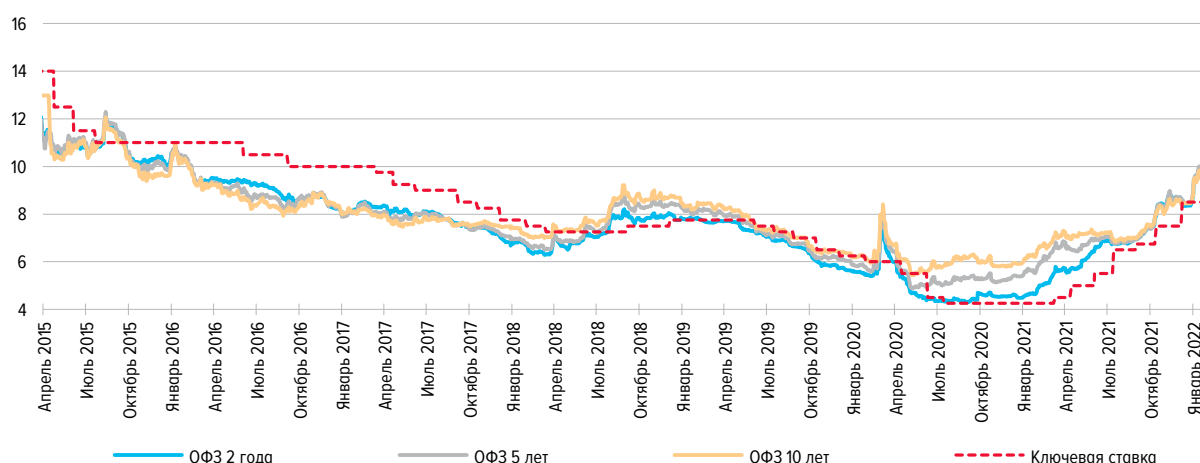
Примерно начиная с апреля кривая доходностей ОФЗ стала принимать более плоскую форму. При этом инфляционные ожидания<sup>1</sup> продолжали расти (рис. 43, 44), но последовательное повышение Банком России ключевой ставки позволяло рассчитывать на относительно быстрое возвращение инфляции к целевому ориентиру и переходу к фазе снижения ключевой ставки. В то же время волны обострения геополитической напряженности «подталкивали» общий уровень доходностей вверх. К началу 2022 года угол наклона стал «слабоотрицательным»: в конце января разница между 10-летней и 2-летней ОФЗ составляла -17 б.п., а в инфляционных ожиданиях наметилось некоторое снижение.

В странах с развитыми финансовыми рынками инверсионная форма кривой доходностей, как правило, является индикатором потенциальной будущей рецессии. На российском рынке эпизоды отрицательного угла наклона кривой наблюдались и раньше. Часто они происходили на фоне устойчивого снижения инфляционных ожиданий в период, когда ключевая ставка превышала уровень доходностей ОФЗ.

Эти периоды сопровождались последующим смягчением ДКП (рис. 41), темпы роста квартального ВВП при этом оказывались отрицательными или околонулевыми (рис. 42).

ДИНАМИКА ДОХОДНОСТЕЙ ОФЗ  
(% ГОДОВЫХ)

Рис. 41

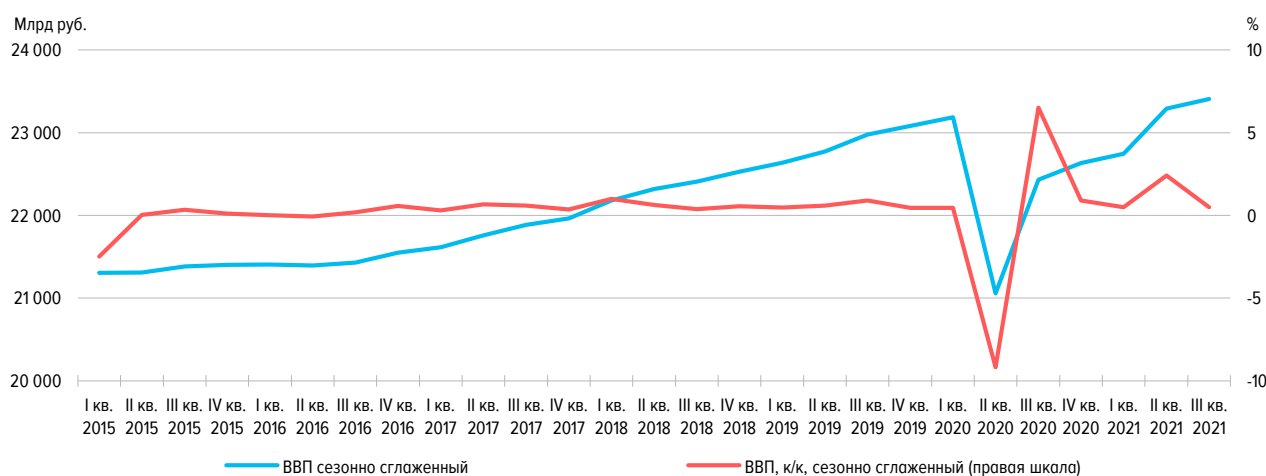


Источник: Bloomberg Finance LP.

<sup>1</sup> Приблизительно инфляционные ожидания можно оценить через разницу между доходностью к погашению ОФЗ с фиксированным купоном (ОФЗ-ПД) и реальной доходностью ОФЗ, индексированной на инфляцию (вмененная инфляция). Однако такая оценка может быть занижена в периоды ожидания снижения процентных ставок и активного наращивания позиций участниками рынка в ОФЗ-ПД и завышена в периоды сокращения позиций основными держателями из-за различий в инвесторской базе в ОФЗ-ПД и ОФЗ-ИН. Подробнее см. [«О чем говорят тренды» № 8, 2019.](#)

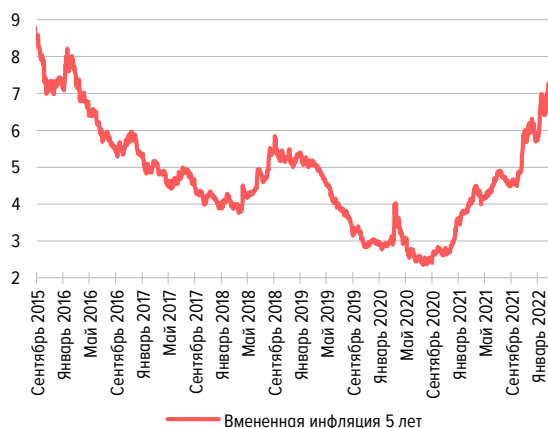
ДИНАМИКА ВВП И ТЕМПОВ РОСТА ВВП (%)

Рис. 42



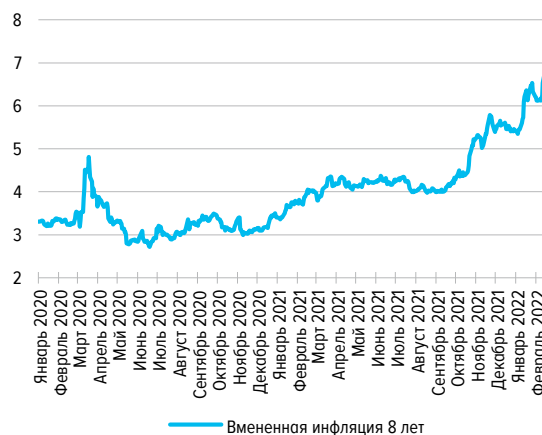
ВМЕНЕННАЯ ИНФЛЯЦИЯ ДО 2023 ГОДА (% ГОДОВЫХ)

Рис. 43



ВМЕНЕННАЯ ИНФЛЯЦИЯ ДО 2028 ГОДА (% ГОДОВЫХ)

Рис. 44



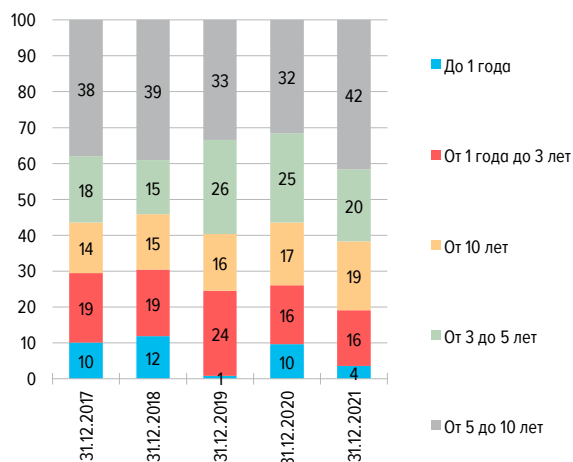
В этих условиях ожидания более мягкой ДКП в будущем способствовали интересу инвесторов к покупке долгосрочных бумаг с пока еще высокой доходностью, и в результате ставки долгосрочных облигаций оказывались ниже краткосрочных.

На наш взгляд, отрицательный угол наклона кривой в конце 2021 – начале 2022 года отражал ожидания инвесторов относительно того, что произошедший значительный скачок в инфляции не окажется затяжным, и Банк России сможет вернуть инфляцию к таргетируемому уровню в 4% в среднесрочной перспективе, а также перейти к снижению ключевой ставки.

Изменение угла наклона в 2021 году происходило *вслед за повышением* ключевой ставки Банком России. Косвенным подтверждением ожиданий снижения инфляции и ставки Банка России могло являться увеличение вложений российских банков, являющихся ключевыми инвесторами, в российские госбумаги, в долгосрочные (выше 10 лет и от 5 до 10 лет) ОФЗ с фиксированным купоном, продолжавшееся **на фоне роста ключевой ставки** в 2 раза (с 4,25 до 8,50% в 2021 году).

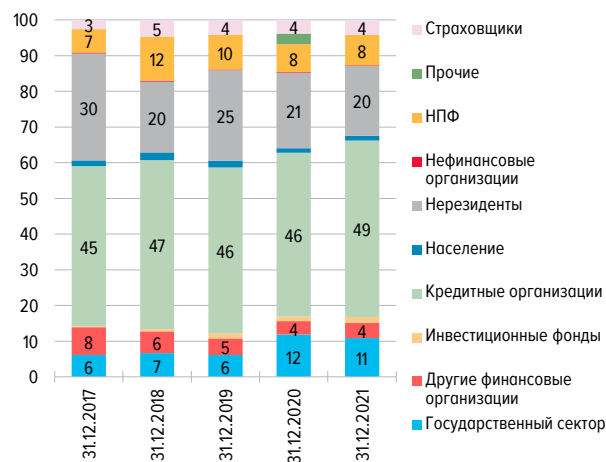
Увеличение доли долгосрочных бумаг в портфелях банков частично связано с продажами нерезидентов из-за роста геополитических рисков, однако в номинальном выражении пози-

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ВЛОЖЕНИЙ БАНКОВ В ОФЗ-ПД И ОФЗ-АД ПО СРОКАМ ДО ПОГАШЕНИЯ  
Рис. 45 (%)



Источник: Банк России.

ИНВЕСТОРЫ В ОФЗ, ВСЕ СЕРИИ  
Рис. 46 (%)



Источник: Банк России.

ции банков выросли в 2021 году гораздо сильнее объема продаж нерезидентов<sup>2</sup>. Кроме того, российские банки оставались основными покупателями на первичных аукционах (в среднем в прошлом году КО без учета дочерних банков иностранных банковских групп покупали на аукционах 65% размещенного объема).

### Врезка. Рыночные ориентиры для трансфертного ценообразования

- Цель трансфертного ценообразования – обеспечить оценку стоимости заимствований банка на любые сроки в определенной валюте. Существующие на рынке кривые процентных ставок отличаются в силу различий в ценообразовании инструментов (особенностей спроса и предложения, рыночных и кредитных рисков), лежащих в их основе.
- Выбор кривой для трансфертного ценообразования, как правило, зависит от структуры фондирования банка либо может быть основан на стоимости безрисковых вложений. Разные типы банков ориентируются на разные типы рыночных бенчмарков. Помимо рыночной ставки, стоимость активных и пассивных операций банка должна учитывать издержки и риски соответствующего инструмента на каждом сроке.
- Сегментированность рынка фондирования способствует расширению возможностей крупных банков с высоким кредитным рейтингом: им доступны более дешевые источники финансирования своих операций. Это обеспечивает гибкость в ценообразовании кредитов, минимальная ставка по которым ограничивается трансфертной ставкой, увеличенной на стоимость издержек и рисков, а максимальная – чувствительностью заемщиков к стоимости кредитных ресурсов.

Любой банк сталкивается с необходимостью финансирования своих активных операций с помощью заемных или собственных средств, а также с определением ценообразования выдаваемых кредитов. Одной из задач управления активами и пассивами банков является выстраивание системы согласованного ценообразования по операциям в различных сегментах рынка (то есть трансфертного ценообразования).

Как в зарубежной, так и в российской практике не существует единых базовых ориентиров для построения трансфертных кривых. Банки во многом ориентируются на свои возможности по привлечению фондирования и доступные инструменты. Также может использоваться кривая ОФЗ как ориентир безрисковой стоимости вложений. Менее крупные банки, работающие в определенных сегментах рынка, могут не выстраивать полноценную кривую и использовать ограниченный набор ставок для своих банковских продуктов. Однако для универсальных банков, работающих с большим количеством финансовых инструментов, трансфертное ценообразование позволяет оценить вклад различных направлений бизнеса в формирование ЧПД и обеспечить последовательность процентной политики.

<sup>2</sup> Так, например, в сегменте ОФЗ-АД и ОФЗ-ПД со сроком погашения выше 10 лет рост вложений банков почти в 3 раза превысил объем сокращения позиций нерезидентами.

Для Банка России важен трансмиссионный эффект ДКП, который проявляется при влиянии изменения ключевой ставки на ценообразование банковских продуктов.

### Базовые кривые

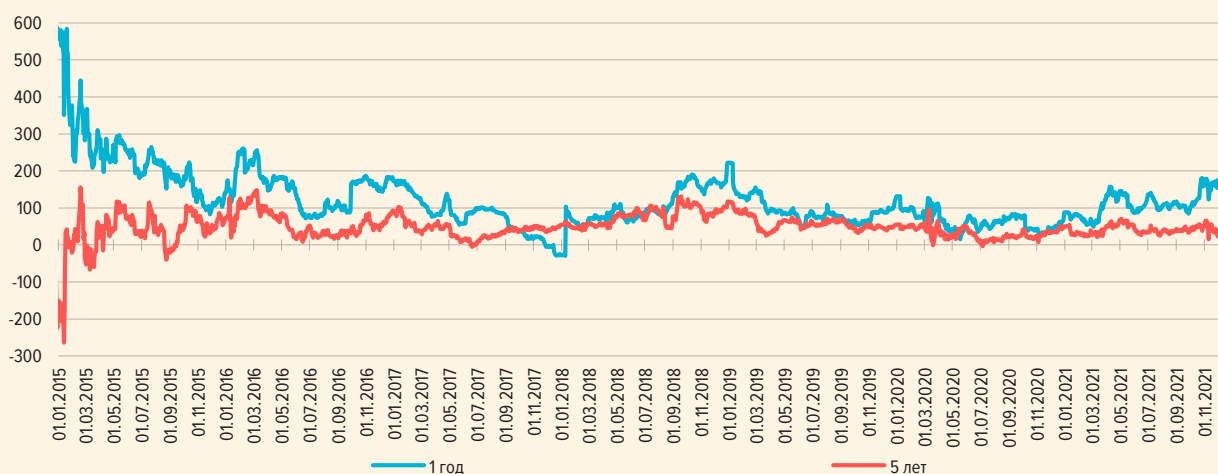
При определении трансфертных кривых важен выбор базовой (считающейся безрисковой) кривой процентных ставок. На российском рынке такими базовыми кривыми являются кривая доходностей ОФЗ, кривая ставок процентных свопов и кривая ставок валютных форвардов/валютно-процентных свопов.

Последние две кривые не являются безрисковыми (в отличие от безрисковых доходностей ОФЗ), в их основе лежат сделки банков. Даже в случае применения маржирования остаточная часть кредитного риска в сделках свопов присутствует. К недостаткам кривых процентных свопов следует отнести сложность выстраивания срочной структуры до года: наиболее ликвидные свопы заключаются на ставку MOSPRIME, которая, в свою очередь, обладает существенным недостатком (для ее формирования используются заявленные котировки, а не реальные сделки). Использование краткосрочных ставок, основанных на индексированных свопах овернайт (OIS) на ставку RUONIA, также представляет сложность из-за отсутствия ликвидного рынка OIS.

Однако, несмотря на недостатки, эти кривые являются ориентирами срочных «почти безрисковых» ставок, банки с помощью сделок свопов могут управлять ликвидностью и срочной структурой активов

СПРЕДЫ МЕЖДУ СТАВКАМИ ПРОЦЕНТНЫХ СВОПОВ И ДОХОДНОСТЯМИ ОФЗ  
(Б.П.)

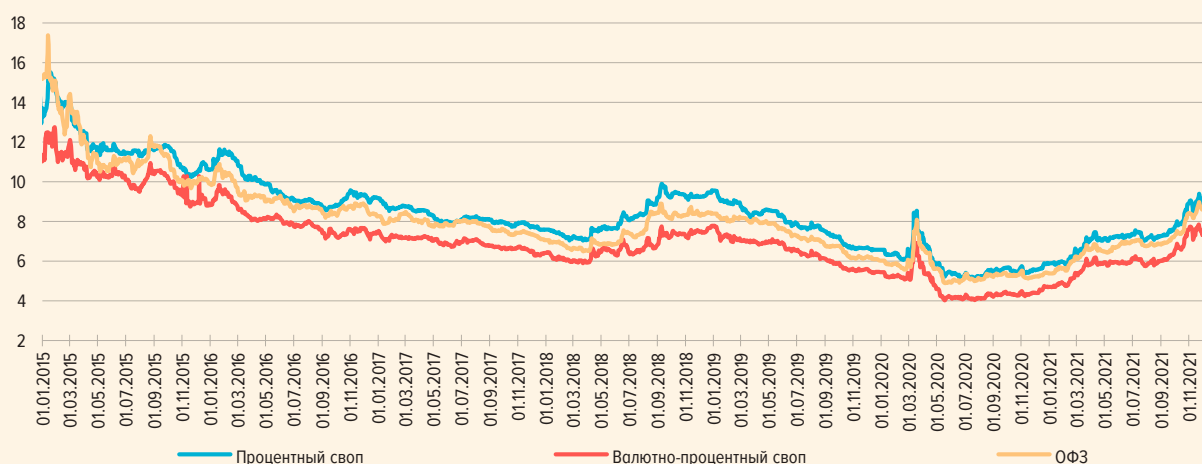
Рис. 47



Источник: Bloomberg Finance LP.

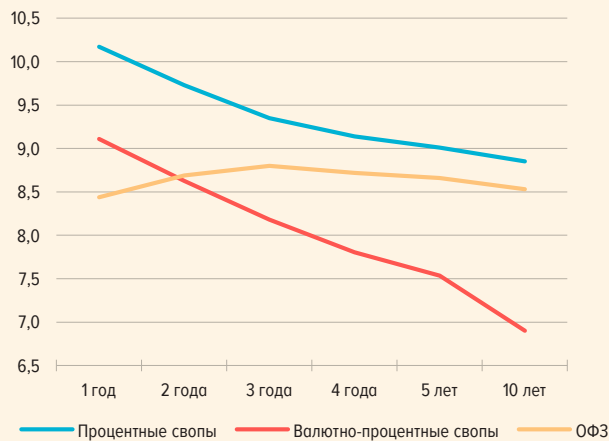
ДОХОДНОСТИ ОФЗ, СТАВКИ ПРОЦЕНТНЫХ И ВАЛЮТНО-ПРОЦЕНТНЫХ СВОПОВ (СРОЧНОСТЬ 5 ЛЕТ)  
(% ГОДОВЫХ)

Рис. 48



Источник: Bloomberg Finance LP.

**КРИВЫЕ ДОХОДНОСТЕЙ ОФЗ, СТАВОК ПРОЦЕНТНЫХ И КРОСС-ВАЛЮТНЫХ СВОПОВ, ДЕКАБРЬ 2021 ГОДА**  
(% ГОДОВЫХ)



Источник: Bloomberg Finance LP.

**Рис. 49 КРИВЫЕ ДОХОДНОСТЕЙ ОФЗ, СТАВОК ПРОЦЕНТНЫХ И КРОСС-ВАЛЮТНЫХ СВОПОВ, ДЕКАБРЬ 2020 ГОДА**  
(% ГОДОВЫХ)

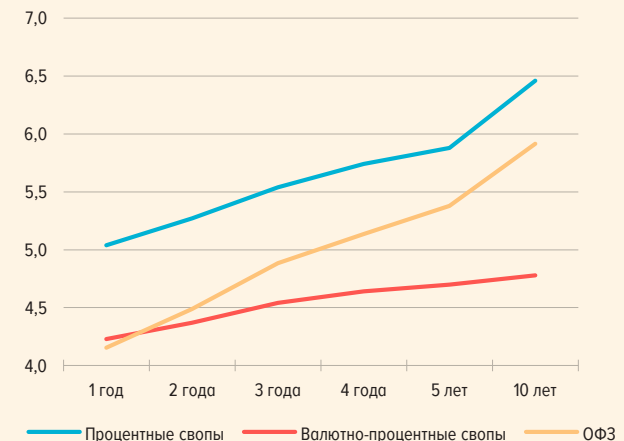


Рис. 50

Источник: Bloomberg Finance LP.

и пассивов. В силу того что ставки, составляющие эти кривые, отражают особенности ценообразования и риска инструментов, лежащих в их основе, между различными рыночными кривыми существует базисный спред.

Так, например, ставки процентных свопов, как правило, выше доходностей ОФЗ из-за наличия кредитного риска в сделках процентного свопа. В сделках валютно-процентных свопов присутствует валютная составляющая, поэтому их уровень и динамика зависят от базисного спреда между ставками денежного рынка в разных валютах (например, для валютной пары доллар США/рубль – от базисного спреда между LIBOR и MOSPRIME). Благодаря тому что базисный спред между LIBOR и MOSPRIME устойчиво торговался в отрицательной зоне, ставки валютно-процентных свопов находились ниже ставок процентных свопов и на некоторых сегментах кривой – доходностей ОФЗ.

Означает ли это, что выбор «более низкого» рыночного ориентира для трансфертного ценообразования может способствовать росту процентного дохода банка?

#### **Разные банки – разные ставки?**

Какой бы ни была структура активов и пассивов банка, между ставками по активным и пассивным операциям должен быть спред, который покрывает все риски и издержки операций. Это означает, что ставка по активным операциям банка не должна быть меньше трансфертной ставки, увеличенной на премии/надбавки за риски, а ставка по пассивным операциям должна быть не выше трансфертной ставки, уменьшенной на затраты.

Единого метода, определяющего расчет трансфертной кривой, не существует. Различия в структуре пассивов банков могут влиять на выбор рыночного индикатора/кривой, в большей степени отражающих источники фондирования банка<sup>1</sup>. При этом тип базовой ставки может различаться при формировании ставок на коротком и длинном сегменте кривой.

Так, например, в сегменте до года банки могут ориентироваться на срочные ставки MOSPRIME, а также на сделки процентного форварда (forward rate agreement, FRA) или OIS. Банки, у которых в пассивной базе присутствует существенный объем ресурсов в валюте (например, клиентские счета или финансирование, полученное от материнского банка в случае дочерних банков иностранных банковских групп), могут ориентироваться на вмененную ставку в рублях, рассчитанную из валютных свопов.

На более длинных сроках (свыше 1 года) в качестве ориентиров могут использоваться процентные свопы или доходности ОФЗ. Ставки валютно-процентных свопов могут использоваться в случае, если у банка имеются долгосрочные валютные пассивы. Доходности ОФЗ помогают оценить альтернативную стоимость безрисковых вложений. Использование процентных свопов может быть более

<sup>1</sup> Мы не затрагиваем анализ корректировок (спред ликвидности, срочности, учет встроенных опционов и т.д.), которые используют банки при построении кривой FTP.

оправданно для банков, которые применяют этот инструмент для хеджирования процентного риска выданных кредитов.

Помимо отражения в той или иной степени базовой стоимости фондирования банка или величины безрисковой доходности, рыночные кривые позволяют оценить будущую траекторию изменения краткосрочных ставок. Так как в целом в банковской системе финансирование долгосрочных активов происходит за счет краткосрочных пассивов, то рыночные кривые (например, процентные свопы) могут помочь оценить будущую стоимость рефинансирования активов.

Таким образом, выбор базовых рыночных ставок для трансфертных кривых во многом определяется структурой фондирования банка. При этом рыночные ставки являются ориентиром, к которым применяются необходимые корректировки. Банки, обладающие большим объемом клиентских средств в рублях, очевидно, в меньшей степени будут зависеть от ставок на межбанковском рынке (так как ценообразование по депозитным ставкам для компаний и физических лиц отличается от ценообразования на межбанковском рынке, которое в большей степени зависит от ключевой ставки). Стоимость фондирования банков, имеющих большой объем средств, привлеченных от Федерального казначейства или Банка России, будет острее реагировать на изменение параметров ДКП.

С точки зрения увеличения процентного дохода в более выигрышном положении оказываются банки, обладающие более низкой стоимостью фондирования с учетом корректировок на затраты и риски. Выбор рыночного ориентира является отражением структуры фондирования банка, но автоматически не означает конкурентные преимущества в ценообразовании кредитов.

В свою очередь, возможности по привлечению более дешевого фондирования создает определенную гибкость в ценообразовании активных операций, в том числе кредитов. При этом минимальная ставка по кредитам ограничивается трансфертной ставкой, увеличенной на стоимость издержек и рисков, а максимальная – чувствительностью заемщиков к стоимости кредитных ресурсов. Стоимость фондирования крупных банков с высоким кредитным рейтингом, как правило, ниже, благодаря чему они обладают большей гибкостью при кредитовании клиентов.

## 5. КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ: РОСТ ОБЪЕМОВ РАЗМЕЩЕНИЙ ЭМИТЕНТОВ «ВТОРОГО ЭШЕЛОНА»

- В условиях роста ставок и ожиданий их снижения в будущем сократилось предложение корпоративных облигаций. При этом выросла доля размещений эмитентов «второго эшелона»<sup>1</sup> и значительно снизилась доля размещений высококачественных эмитентов с более высокими рейтингами. Также в 2021 году увеличился срок размещаемых бумаг: эмитенты стремились привлечь средства на более длительный срок, пока стоимость заимствований не выросла.
- Физические лица продолжали наращивать позиции в корпоративных облигациях, способствуя выходу на рынок эмитентов из менее качественных рейтинговых групп. Рост вложений населения в более доходные, но рискованные бумаги ведет к постепенному накоплению кредитного риска у этой группы инвесторов.

После значительного роста в 2019–2020 годах российский рынок корпоративных облигаций в рублях вырос лишь на 300 млрд рублей<sup>2</sup> в 2021 году: предложение новых бумаг со стороны эмитентов упало более чем в 2 раза.

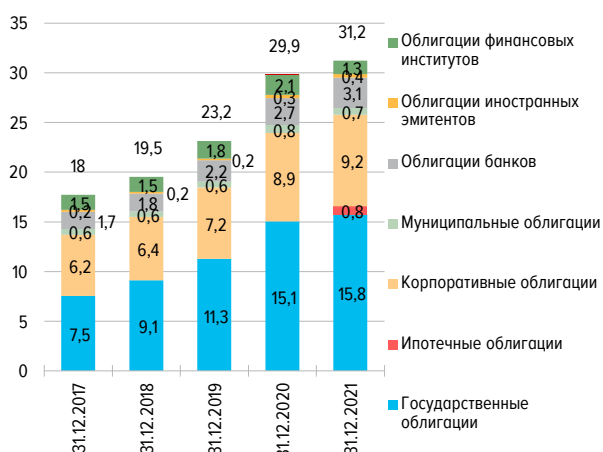
Растущие безрисковые доходности (ОФЗ) делают менее привлекательным размещение корпоративных бумаг, стоимость которых зависит от базовой доходности и кредитного спреда. Помимо роста доходностей ОФЗ, в 2021 году происходило расширение спредов корпоративных бумаг к ОФЗ, что приводило к удорожанию стоимости долга для эмитентов.

На этом фоне заметно сократилась доля размещений высококачественных эмитентов «первого эшелона» (бумаги с инвестиционным рейтингом «BBB-/Baa3» и выше) и выросла более чем в 2,5 раза доля размещений эмитентов рейтинговой категории «BB-/Ba3».

Рост ставок, а также ожидания их снижения в будущем служили важным (если не основным) фактором при принятии решения о размещении облигаций. При этом если высококачественные эмитенты с высоким кредитным рейтингом (как правило, имеющие различные источники

ОБЪЕМ ОБЛИГАЦИЙ В РУБЛЯХ НА СЧЕТАХ В РОССИЙСКИХ ДЕПОЗИТАРИЯХ  
(НА КОНЕЦ ПЕРИОДА, %)

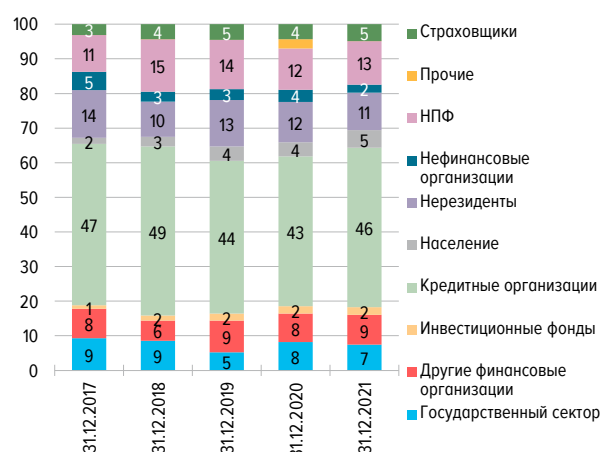
Рис. 51



Источник: Банк России.

ИНВЕСТОРЫ В КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ, В РУБЛЯХ  
(НА КОНЕЦ ПЕРИОДА, %)

Рис. 52



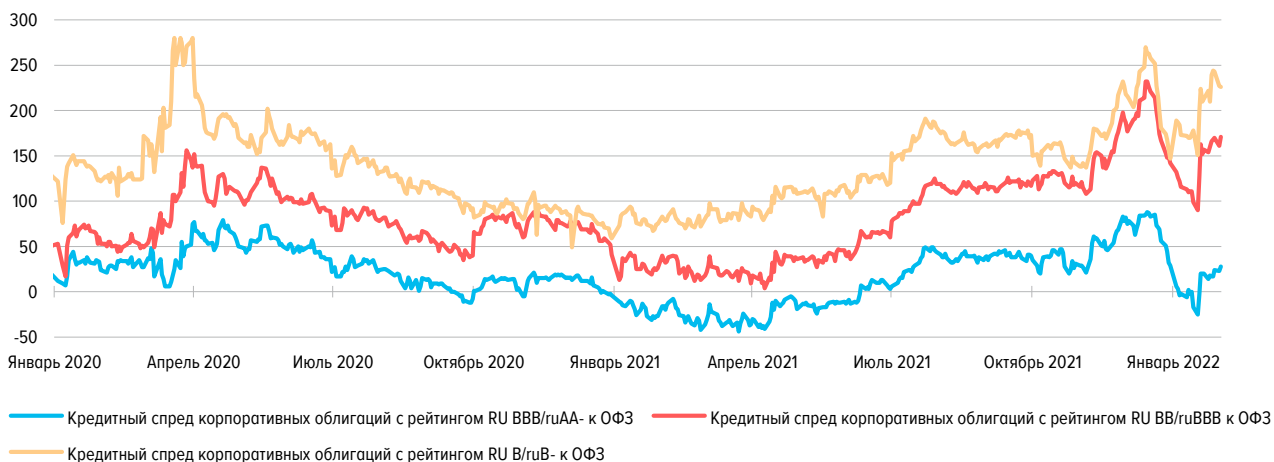
Источник: Банк России.

<sup>1</sup> Условно к этой категории относят эмитентов рейтинговой категории «BB-/Ba3».

<sup>2</sup> Здесь и далее объем вложений в облигации в рублях приводится по номинальной стоимости на основе данных форм 0409711 и 0420415. Данный объем вложений отражает объем обращающихся российских облигаций в рублях (за исключением облигаций на счетах эмитентов) и часть облигаций иностранных эмитентов, купленную российскими клиентами.

ДИНАМИКА СПРЕДОВ ДОХОДНОСТЕЙ ОБЛИГАЦИЙ С РАЗЛИЧНЫМ УРОВНЕМ КРЕДИТНОГО РЕЙТИНГА К ОФЗ (Б.П.)

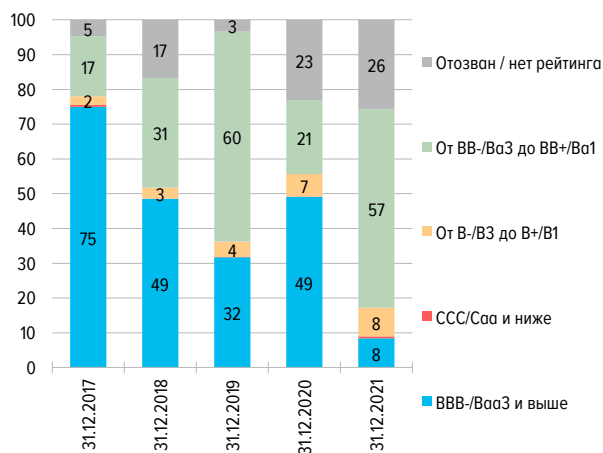
Рис. 53



Источники: Cbonds, Банк России.

КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО БУМАГ, РАЗМЕЩЕННЫХ В СООТВЕТСТВУЮЩЕМ ПЕРИОДЕ (НА КОНЕЦ ПЕРИОДА, %)

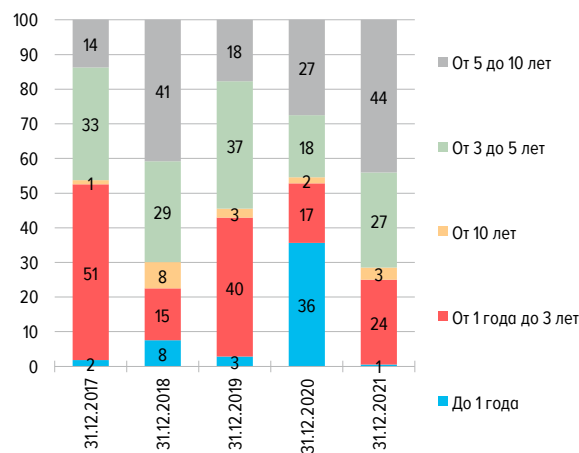
Рис. 54



Источники: Банк России.

СРОКИ ОБЛИГАЦИЙ, РАЗМЕЩЕННЫХ В СООТВЕТСТВУЮЩЕМ ПЕРИОДЕ (НА КОНЕЦ ПЕРИОДА, %)

Рис. 55

Примечание. Используется срок до oferty или погашения облигаций.  
Источник: Банк России.

фондирования и не столь остро нуждающиеся в деньгах) могли отложить размещения, то менее надежные заемщики предпочитали в прошедшем году скорее привлечь средства, пока стоимость заимствований не выросла до экономически невыгодного уровня.

Дополнительным фактором при принятии решения о размещении для эмитентов из более низких рейтинговых категорий могла являться проблема рефинансирования существующего долга при ограниченном выборе источников фондирования.

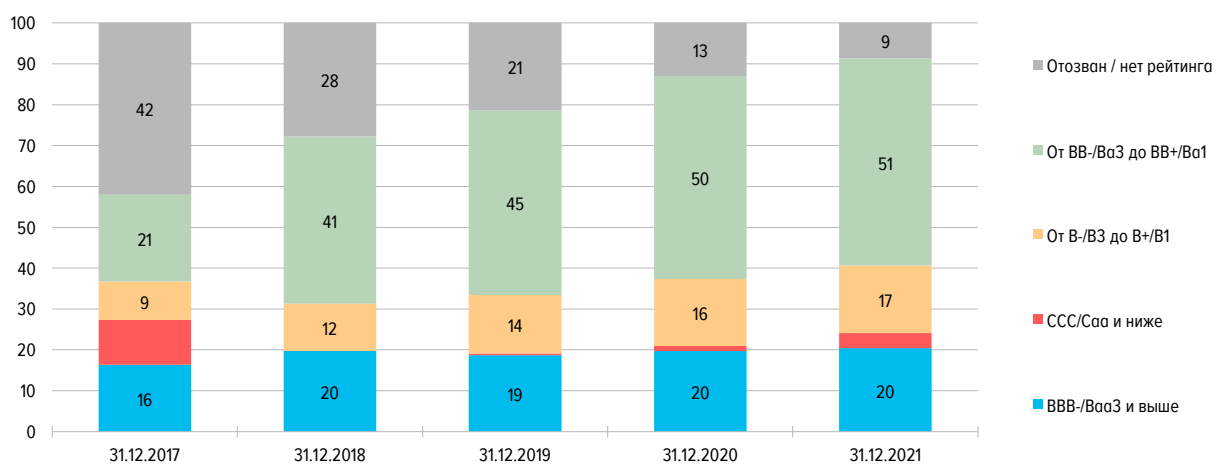
Помимо снижения объемов размещений облигаций с высоким кредитным рейтингом и роста предложения со стороны менее качественных эмитентов, в 2022 году увеличился срок размещаемых бумаг (рис. 55), причем увеличение коснулось не только качественных эмитентов «первого эшелона», но и произошло в более низких рейтинговых группах. В условиях ожидания роста ставок эмитенты стремились зафиксировать стоимость своих заимствований, исходя из текущего уровня доходностей.

Со стороны спроса вырос интерес физических лиц к приобретению размещавшихся облигаций в рублях. При этом более доходные облигации часто размещались именно в расчете на спрос со стороны физических лиц. С одной стороны, эта тенденция (которую мы наблюдали в течение последних лет) способствовала приходу на рынок новых эмитентов.



КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО БУМАГ, ПРИОБРЕТЕННЫХ НАСЕЛЕНИЕМ  
(НА КОНЕЦ ПЕРИОДА, %)

Рис. 56



Источник: Банк России.

С другой стороны, увеличение объемов облигаций среднего и низкого кредитного качества у населения повышало вероятность неправильной оценки кредитного риска инвесторами (особенно в случае нерейтингованных бумаг). Это может привести к негативным последствиям для держателей таких облигаций в случае реализации кредитного риска.

## 6. ФИЗИЧЕСКИЕ ЛИЦА НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

- Приход физических лиц на финансовый рынок, начавшийся параллельно со смягчением ДКП в 2017–2020 годах, продолжился в 2021 году, несмотря на повышение ключевой ставки.
- Этому способствовали упрощение процесса приобретения таких инструментов за счет цифровизации продаж и высокие доходы по вложениям в ряд финансовых инструментов (акции, ПИФ и некоторые иные).
- Наибольшей популярностью у физических лиц пользовались вложения в ценные бумаги через брокерские счета. Это во многом было связано со спекулятивной активностью граждан на рынке акций на фоне их высокой волатильности. При этом также существенно выросла популярность ПИФ, ориентированных на вложения в акции.
- В целях минимизации случаев мисселинга, когда клиентам дается неполная или ненадлежащая информация о приобретаемом продукте, Банк России продолжает работу по выявлению и предотвращению недобросовестных продаж.

Снижение ставок по депозитам до минимальных значений за многие годы стимулировало рост интереса населения к потенциально более доходным финансовым продуктам, который резко усилился в 2019 году. При этом пандемия коронавируса, начавшаяся в 2020 году, и связанные с ней ограничения оказали существенное влияние на развитие российского финансового рынка – в том числе способствовали ускорению цифровизации финансовых услуг, а также упрощению процесса приобретения финансовых инструментов. Все это усилило тенденции, наметившиеся еще до пандемии.

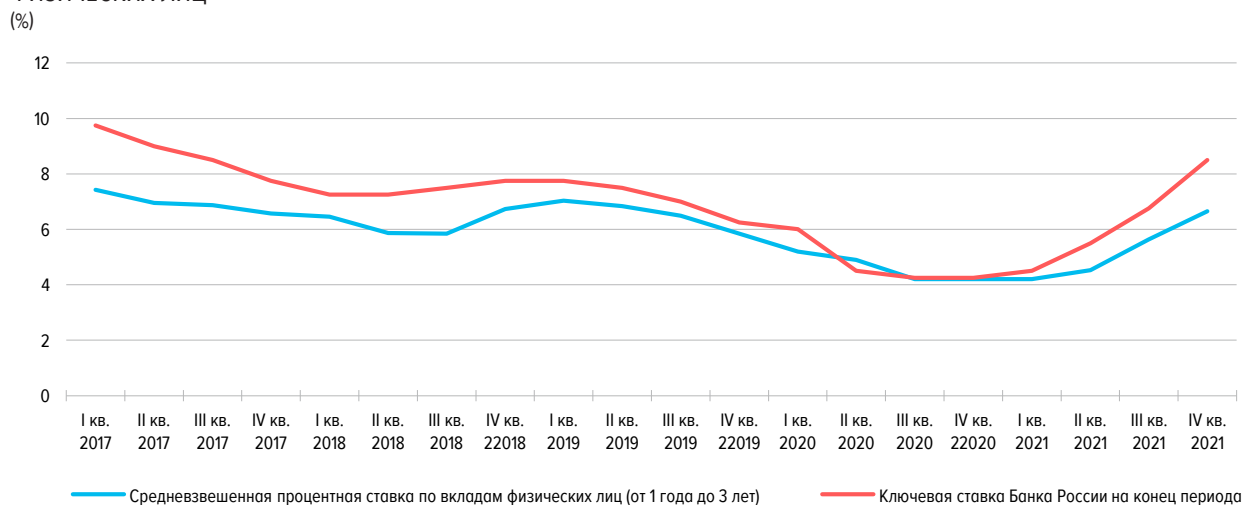
В результате, несмотря на увеличение ставок по депозитам, за 2021 год приток вложений физических лиц в альтернативные финансовые инструменты вырос более чем в 1,5 раза (г/г), приток средств на банковские вклады остался на уровне предыдущего года. Всего в 2021 году количество уникальных клиентов – физических лиц на Московской Бирже увеличилось почти вдвое, до 16,8 млн человек, число активных клиентов выросло сопоставимыми темпами, до 2,6 млн человек. Такую динамику мы связываем со следующими факторами:

- ускорением инфляции, которое привело к сокращению реальных ставок по депозитам в 2021 году;
- появлением у населения опыта приобретения и получения прибыли по альтернативным инструментам. Так, за последние 3 года доходность многих финансовых инструментов была выше ставок по банковским депозитам. В 2021 году максимальные доходности наблюдались от вложений в акции, МФО и розничные ПИФ. При этом доходы по вложениям физических лиц в инструменты фондового рынка во многом зависят от момента входа на рынок и качества управления портфелями – они могут быть как выше представленных на рис. 61 показателей, так и уходить в сильный минус;
- заинтересованностью банков в диверсификации своих доходов за счет роста комиссионных доходов при продажах продуктов брокеров, доверительных управляющих и страховых компаний.

При этом в условиях все большего вовлечения физических лиц в финансовый рынок возрастает актуальность мер по борьбе с мисселингом. Банк России работает над предотвращением недобросовестных практик продаж. В частности, отдельные предложения представлены в докладе для общественных консультаций [«Управление финансовым продуктом: подходы к оценке и управлению потребительскими рисками»](#). Среди альтернативных банковским депозитам инструментов наибольшей популярностью у физических лиц по-прежнему пользовались вложения в ценные бумаги через брокерские счета. За 2021 год приток средств в такие

## ДИНАМИКА КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ БАНКА РОССИИ И СРЕДНЕВЗВЕШЕННОЙ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ ПО ВКЛАДАМ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ

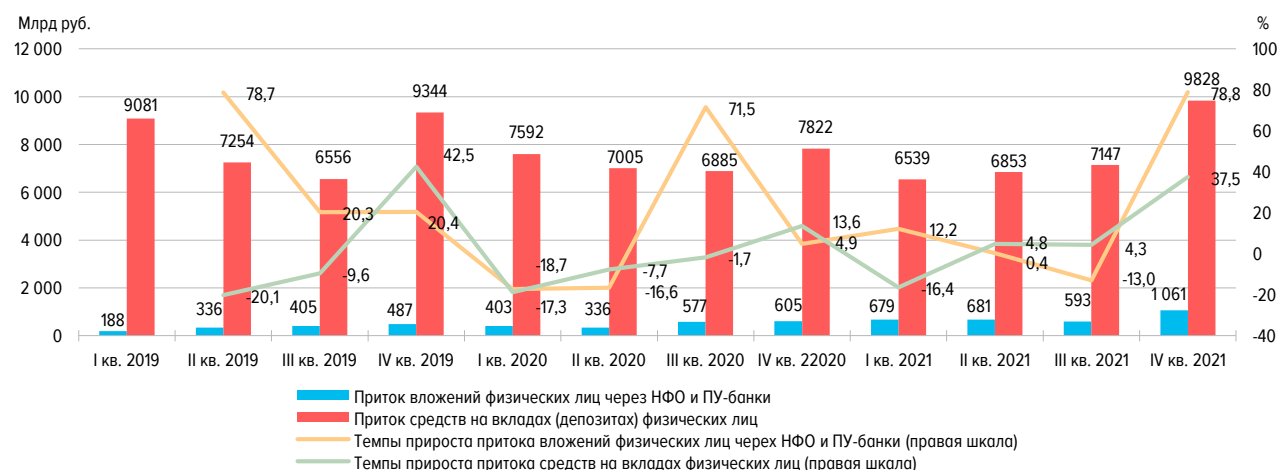
Рис. 57



Источник: Банк России.

## ДИНАМИКА НЕТТО-ПРИТОКОВ ВЛОЖЕНИЙ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ ЧЕРЕЗ НФО И ПУ-БАНКИ И ПРИТОКА СРЕДСТВ НА БАНКОВСКИЕ ДЕПОЗИТЫ

Рис. 58



Источник: Банк России.

активы составил почти 3/4 притока средств частных инвесторов в финансовые вложения через НФО.

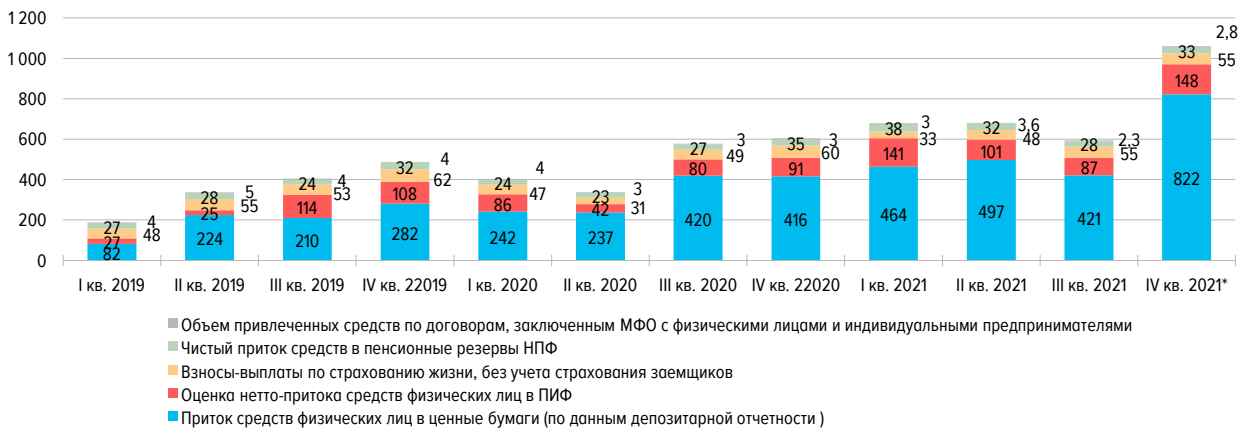
На паи ПИФ пришлось 16%, на чистые притоки средств в программы страхования жизни<sup>1</sup> – 6%. Преваляирование среди финансовых вложений физических лиц инвестиций через брокерские счета объясняется возможностью самостоятельного приобретения финансовых инструментов и, соответственно, низким размером комиссий за услуги финансовой организации. Вероятно, это перевесило минусы от, как правило, более низкой сбалансированности портфеля по сравнению с институтами коллективных инвестиций. Кроме того, часть граждан проявляла спекулятивную активность, пытаясь заработать на движении отдельных акций.

Сдержанная динамика долгового рынка на фоне быстрого роста рынка акций в 2021 году привела к заметному изменению структуры вложений средств физических лиц в ценные бумаги через брокерские счета и ПИФ. Так, выросли вложения в акции при одновременном снижении вложений в облигации. Розничные клиенты могли наращивать рискованные вложения в надежде на сохранение высокой доходности в будущем. Кроме того, фактором привлека-

<sup>1</sup> Взносы за вычетом выплат, без учета страхования жизни заемщиков.

ДИНАМИКА НЕТТО-ПРИТОКОВ ВЛОЖЕНИЙ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ ЧЕРЕЗ НФО И ПУ-БАНКИ  
(МЛРД РУБ.)

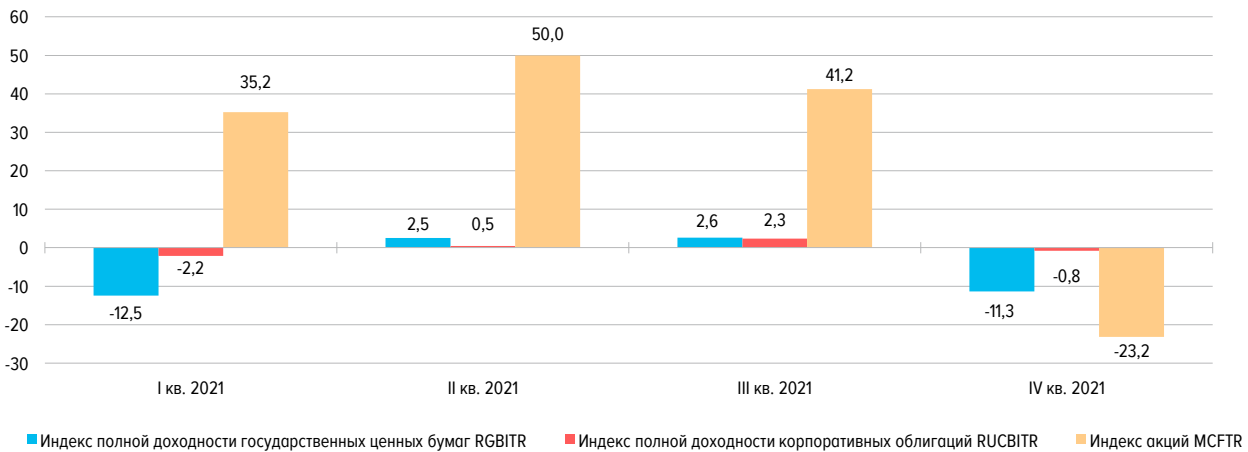
Рис. 59



\* Данные по притокам средств в пенсионные резервы НПФ и объему привлеченных средств по договорам, заключенным МФО с физическими лицами и индивидуальными предпринимателями, оценены как среднее значение за предыдущие 4 квартала.  
Источник: Банк России.

ДИНАМИКА ИНДЕКСОВ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ В 2021 ГОДУ  
(% ГОДОВЫХ)

Рис. 60



Источник: Московская Биржа.

ДОХОДЫ ПО ВЛОЖЕНИЯМ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ  
(%)

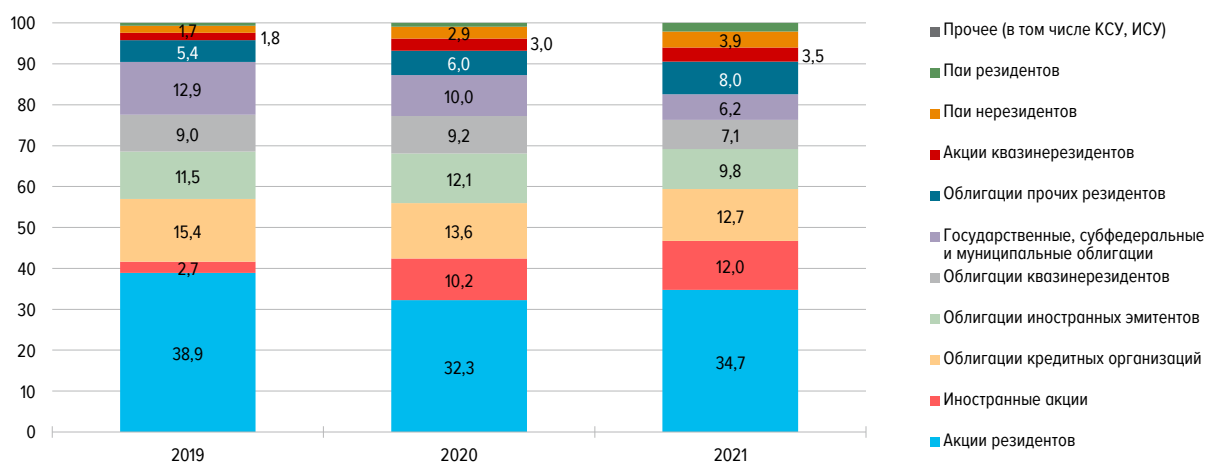
Рис. 61



Источники: Банк России, Московская Биржа, сайты компаний.

СТРУКТУРА ВЛОЖЕНИЙ СРЕДСТВ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ НА СЧЕТАХ В ДЕПОЗИТАРИЯХ (%)

Рис. 62



Источник: Банк России.

тельности акций по сравнению с облигациями выступала большая защищенность долевого инструмента от инфляции.

## 6.1. Изменение инвестиционного поведения физических лиц во время пандемии

- Большая часть платежеспособных и обеспеченных инвесторов уже пришла на фондовый рынок в прошлые годы. Доля инвесторов, пришедших на биржу в 2021 году, в структуре торгов небольшая, как и объем нетто-покупок. Постепенно вовлекались малообеспеченные слои населения, а также клиенты с маленьким чеком. На этом фоне возросла актуальность мер по защите прав потребителей и борьбе с мисселингом.
- Несмотря на активное развитие сегмента биржевых коллективных инвестиций в 2021 году, они не пользовались популярностью среди начинающих инвесторов. В основном интерес начинающих инвесторов ориентирован на акции, а также облигации, связанные с банками, в том числе высокодоходные облигации.
- С ростом доли акций в структуре торгов заметно выросла спекулятивная активность начинающих инвесторов.

Основной объем нетто-покупок на Московской Бирже в 2021 году совершался клиентами, ставшими инвесторами более года назад<sup>2</sup> (рис. 63). При этом в структуре оборотов более 70% сделок заключалось инвесторами со стажем более 1 года и более 40% сделок – со стажем более 3 лет (рис. 64). С течением времени эти доли увеличивались, свидетельствуя о том, что наиболее платежеспособные и активные инвесторы уже пришли на биржу в предыдущие годы, существенного притока ликвидности от миллионов начинающих инвесторов не наблюдается.

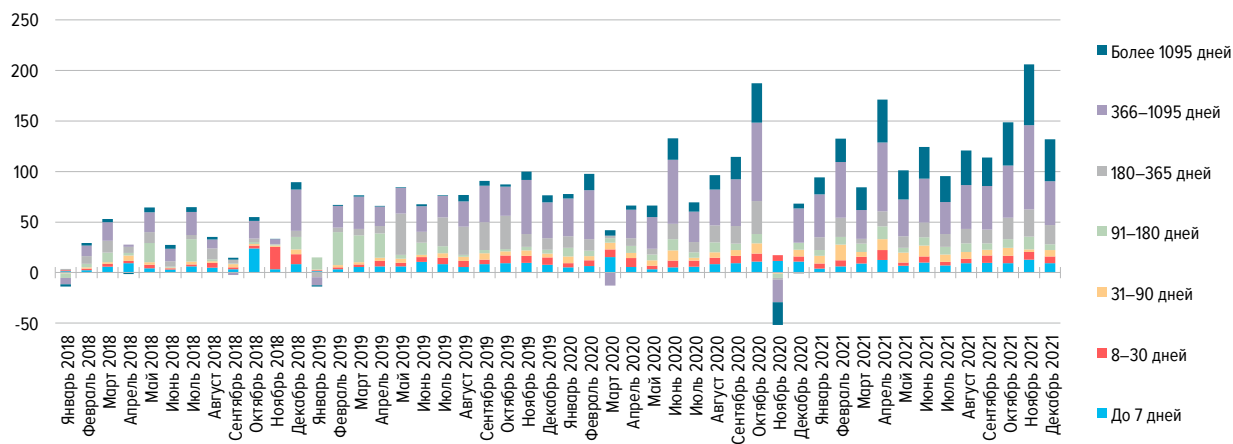
Таким образом, на фондовый рынок постепенно привлекались менее обеспеченные слои населения либо клиенты с маленьким чеком, не заинтересованные в серьезных вложениях. По данным опроса, основная часть инвесторов приходила на фондовый рынок в возрасте 35 лет и старше<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> В целях данного раздела стаж инвестора определялся как время, прошедшее с момента открытия первого счета на бирже.

<sup>3</sup> В сентябре 2021 года по заказу Банка России был проведен онлайн-опрос, по результатам которого составлен портрет начинающего инвестора. Типичный российский начинающий инвестор – мужчина или женщина в возрасте 35–50 лет, имеющий высшее образование, а также уровень дохода выше среднего. Подробнее см.: [http://cbr.ru/StaticHtml/File/41186/info\\_2021-10-06.pdf](http://cbr.ru/StaticHtml/File/41186/info_2021-10-06.pdf).

### НЕТТО-ПОКУПКИ ИНСТРУМЕНТОВ ФИЗИЧЕСКИМИ ЛИЦАМИ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ВРЕМЕНИ, ПРОШЕДШЕГО С МОМЕНТА РЕГИСТРАЦИИ НА БИРЖЕ (МЛРД РУБ.)

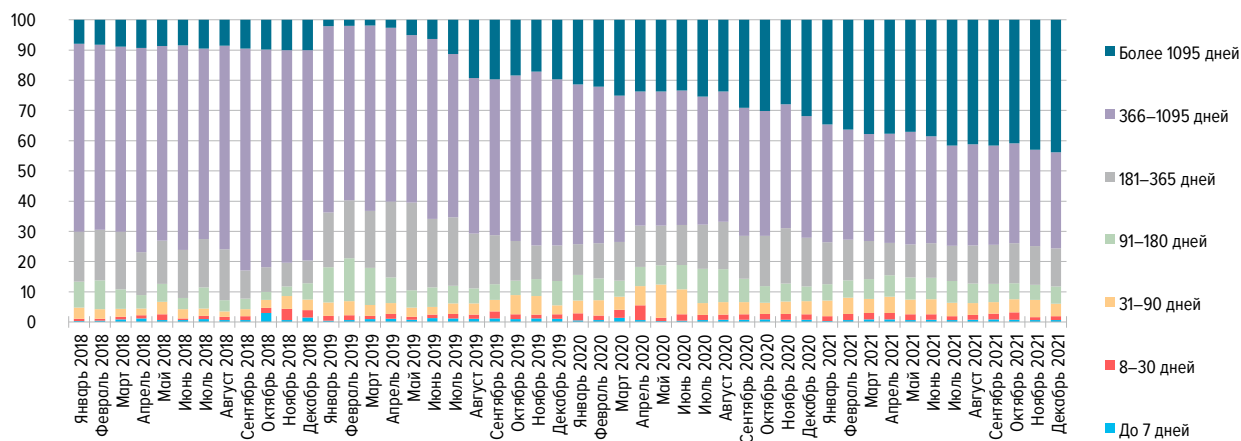
Рис. 63



Примечание. Без учета нерыночных размещений облигаций в октябре 2021 года.  
Источники: Банк России, Московская биржа.

### ОБОРОТЫ ПО СДЕЛКАМ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ВРЕМЕНИ, ПРОШЕДШЕГО С МОМЕНТА РЕГИСТРАЦИИ НА БИРЖЕ (%)

Рис. 64



Примечание. Без учета нерыночных размещений облигаций в октябре 2021 года.  
Источники: Банк России, Московская биржа.

Предпочтения начинающих инвесторов (со стажем до 30 дней) менялись с течением времени. В 2018 году среди вкладчиков банков массово размещались классические облигации банков<sup>4</sup>. В 2019 году наряду с классическими облигациями банков среди начинающих инвесторов стали активно размещаться структурные (инвестиционные) облигации<sup>5</sup>. Во второй половине 2020 года к ним также добавились субординированные облигации. Данные факторы определяли преобладающий тип актива в нетто-покупках (рис. 65).

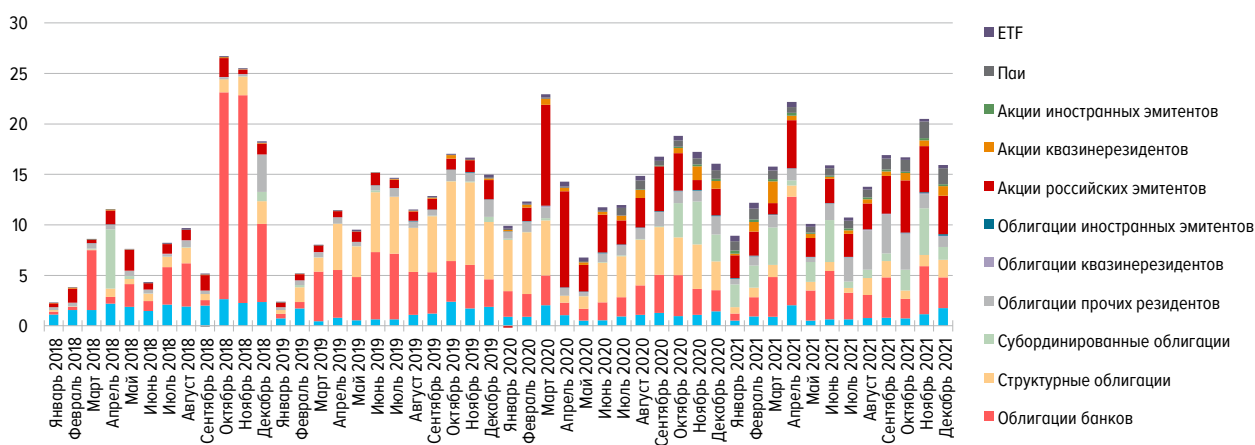
С началом пандемии в марте 2020 года на фоне высокой волатильности резко вырос интерес начинающих инвесторов к акциям. В 2021 году в целом сохранялся интерес к акциям наряду с классическими и субординированными облигациями банков. В III квартале 2021 года к ним также добавились секьюритизированные облигации, обеспеченные пулом потребительских кредитов Банка ВТБ и выпущенным СФО (категория «облигации прочих резидентов» (рис. 65). При этом объем нетто-покупок биржевых инструментов коллективных инвестиций

<sup>4</sup> При этом сами клиенты могли быть и не в курсе того, что у них появился брокерский счет, ассоциируя облигации банков с банковским депозитом.

<sup>5</sup> Структурные облигации были популярны вплоть до декабря 2020 года, когда вышло информационное письмо Банка России с рекомендациями не продавать сложные облигации.

НЕТТО-ПОКУПКИ ИНСТРУМЕНТОВ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В ПЕРВЫЕ 30 ДНЕЙ ПОСЛЕ РЕГИСТРАЦИИ НА БИРЖЕ (МЛРД РУБ.)

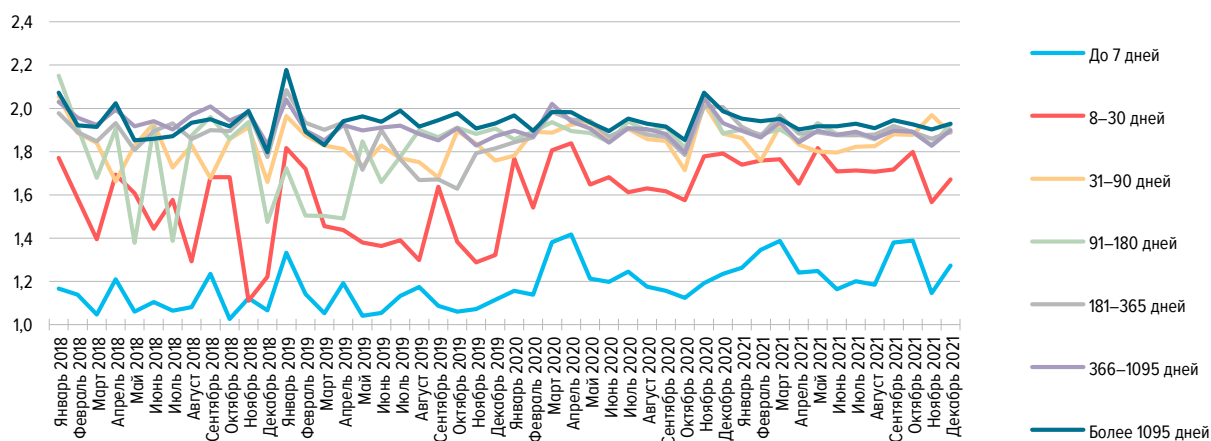
Рис. 65



Примечание. Без учета нерыночных размещений облигаций в октябре 2021 года.  
Источники: Банк России, Московская биржа.

СООТНОШЕНИЕ ОБОРОТОВ (ПОКУПКИ + ПРОДАЖИ) К ПОКУПКАМ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ВРЕМЕНИ, ПРОШЕДШЕГО С МОМЕНТА РЕГИСТРАЦИИ НА БИРЖЕ

Рис. 66



Примечание. Без учета нерыночных размещений облигаций в октябре 2021 года.  
Источники: Банк России, Московская биржа.

(паев и ETF) среди начинающих инвесторов оставался небольшим и лишь незначительно начал расти в конце 2021 года<sup>6</sup>. Хотя с точки зрения диверсификации это наиболее подходящий инструмент для начинающего инвестора. Вместе с тем в целом диверсификация вложений в 2021 году росла как по классам активов, так и по географической принадлежности эмитентов (за счет активных покупок иностранных акций на Санкт-Петербургской бирже, данные которой не анализировались в настоящем разделе).

Рост интереса начинающих инвесторов к акциям в целом привел к росту их спекулятивной активности. Соотношение оборотов (в рамках сделок покупки и продажи) к сделкам покупки у инвесторов со стажем до 7 и 30 дней традиционно ниже, чем у инвесторов с более высоким стажем (рис. 65). Однако в 2020–2021 годах наблюдался рост данного показателя у начинающих инвесторов. При этом спекулятивная активность инвесторов со стажем от 8 до 30 дней практически приблизилась к активности инвесторов с более высоким стажем, а соотношение оборотов к покупкам у новичков со стажем до 7 дней в отдельные месяцы достигало 1,4.

<sup>6</sup> Основной вклад в прирост объема паев и количества инвесторов на бирже в конце года внес крупнейший брокер, который начал активно продвигать аналог накопительного счета с автоматическими инвестициями в ПИФ.

То есть уже с первых дней после регистрации на бирже поведение инвесторов характеризуется не только активными покупками, но и продажами бумаг.

Таким образом, среди начинающих инвесторов, которые приходят на биржу в 2020–2021 годах, выросла доля тех, кто ориентирован не на долгосрочные инвестиции, а на краткосрочные колебания котировок. Это повышает вероятность убытков, а также увеличивает расходы на комиссии, уплачиваемые за совершение сделок.

Размещение среди начинающих инвесторов сложных продуктов (в первую очередь структурных и инвестиционных облигаций) может приводить к мисселлингу. В рамках мер по защите прав потребителей Банк России в 2021 году [обобщил основные виды](#) недобросовестного поведения участников финансового рынка. Данная информация служит для рынка сигналом относительно неприемлемости таких практик.

### **Врезка. Поведение физических лиц на финансовых рынках во время пандемии COVID-19: международный опыт**

- Пандемия COVID-19 усилила долгосрочный тренд роста объема инвестиций физических лиц на финансовых рынках в основных мировых экономиках.
- Причинами стали доступность дистанционных каналов торговли, возросшие сбережения из-за отложенного спроса и компенсационных выплат, наличие свободного времени в период локдаунов.
- Новые инвесторы, пришедшие во время пандемии, моложе существующих, имеют более низкие доходы, приходят на рынок с меньшими суммами, приобретают активы, позволяющие быстро получить доход от роста стоимости: акции, взаимные фонды, ETF.
- Выбор продуктов инвестирования новых и опытных инвесторов не сильно различается. Интерес новых инвесторов в США к опционам, скорее всего, преувеличен прессой. Во Франции инвесторы, помимо прочего, интересуются активами с высоким риском, такими как ETF с кредитным плечом.

Эпоха мягкой ДКП в основных мировых экономиках после мирового финансового кризиса 2007–2009 годов, а также развитие дистанционных каналов торговли способствовали формированию долгосрочного тренда роста доли домохозяйств на финансовых рынках. Пандемия новой коронавирусной инфекции заметно усилила этот процесс. По информации агентства Reuters, если в январе 2020 года на физических лиц приходилось 17,1% объема торгов на фондовом рынке США, то в июле – августе 2020 года – более 25%, а в январе 2021 года – до 32%<sup>1</sup>. Аналогичная ситуация наблюдалась и в европейских странах: среднемесячное число операций физлиц во Франции выросло в два раза по сравнению с допандемическим периодом<sup>2</sup>.

Если в России основным фактором увеличения интереса населения к инвестированию на финансовых рынках в период пандемии мы считаем снижение ставок по банковским вкладам, то в других странах на этот процесс оказали влияние другие факторы:

- рост сбережений, вызванный компенсационными выплатами и отложенным спросом из-за сокращения розничной торговли в 2020 году;
- увеличение доли свободного времени, вызванное локдаунами, часть которого физлица могли потратить на онлайн-инвестиции;
- рост мировых фондовых рынков в 2020 году на фоне стимулирующей политики как благоприятный момент для «входа» на рынок.

#### **Новые инвесторы. Кто они?**

По данным проведенного опроса<sup>3</sup>, начинающие инвесторы в зарубежных странах более молоды по сравнению с профессиональными инвесторами, среди них больше женщин. В отличие от российских начинающих инвесторов наличие высшего образования не является характерным признаком начинающих инвесторов в других странах.

Мы проанализировали практику работы физических лиц на финансовых рынках в США и Франции на основании двух исследований. Одно было опубликовано Службой регулирования отрасли финан-

<sup>1</sup> Reuters (2021), [Factbox: The U. S. retail trading frenzy in numbers](#), January 29.

<sup>2</sup> AMF (2021a), [Retail Investors and Their Activity since the COVID Crisis: Younger, More Numerous and Attracted by New Market Participants](#), November, с. 5.

<sup>3</sup> [http://cbr.ru/StaticHtml/File/41186/info\\_2021-10-06.pdf](http://cbr.ru/StaticHtml/File/41186/info_2021-10-06.pdf).



ВОЗРАСТНОЙ СОСТАВ ИНВЕТОРОВ В США  
(%)

Рис. 67

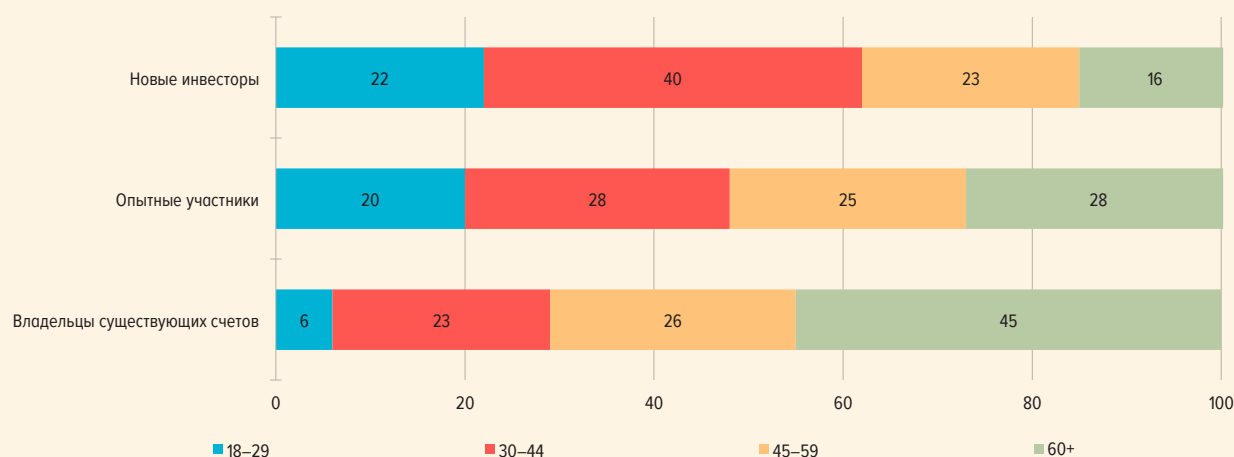
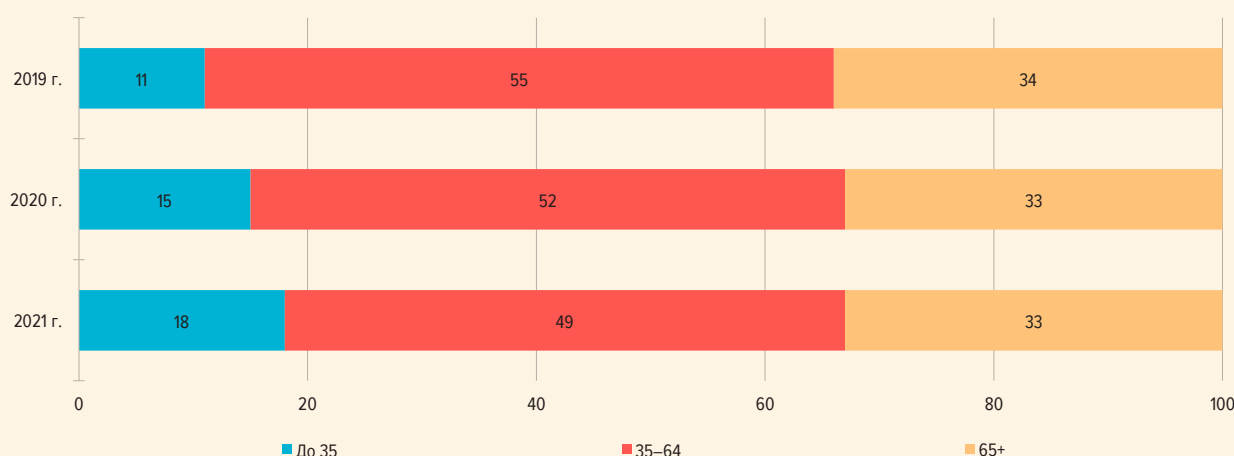
Источник: [FINRA \(2021\)](#), с. 3.ВОЗРАСТНОЙ СОСТАВ ИНВЕТОРОВ ВО ФРАНЦИИ  
(%)

Рис. 68

Источник: [AMF \(2021b\)](#), с. 2.

совых услуг США (FINRA) и содержало результаты опроса домохозяйств, проведенного в 2020 году<sup>4</sup>. Второе было проведено французским Управлением по финансовым рынкам (AMF) и касалось поведения физических лиц на финансовых рынках во время пандемии<sup>5,6</sup>.

В США респонденты, имевшие в 2020 году инвестиционный счет, были поделены на три категории:

- новые инвесторы, впервые открывшие инвестиционный счет в 2020 году (38%);
- опытные участники, имевшие инвестиционный счет ранее, но открывшие новый счет в 2020 году (19%);
- владельцы существующих счетов, пользующиеся ранее открытым инвестиционным счетом, но не открывавшие новый счет в 2020 году (43%).

Новые инвесторы оказались моложе более опытных инвесторов. В США 2/3 новых инвесторов составляли лица моложе 45 лет. Среди новых инвесторов и опытных участников преобладала группа в возрасте от 30 до 44 лет, в то время как среди владельцев существующих счетов преобладала группа от 60 лет и старше (рис. 67). Во Франции тоже выросла доля молодых инвесторов в возрасте

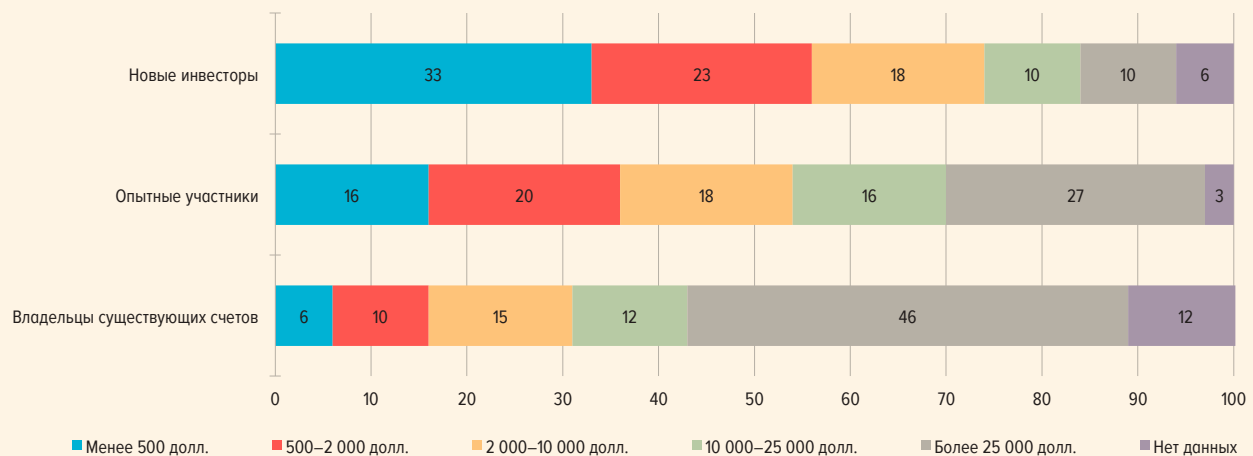
<sup>4</sup> FINRA (2021), *Investing 2020: New Accounts and the People Who Opened Them*, Consumer Insights: Money & Investing, February.

<sup>5</sup> AMF (2020), *Retail investor behaviour during the COVID-19 crisis*, April.

<sup>6</sup> AMF (2021a).

БАЛАНС НА ИНВЕСТИЦИОННОМ СЧЕТЕ В США  
(%)

Рис. 69



Источник: [FINRA \(2021\)](#), с. 5.

до 35 лет. Доля лиц среднего возраста (35 лет – 64 года) снизилась, а доля лиц старше 65 лет осталась практически неизменной (рис. 68). Таким образом, медианный возраст инвесторов во Франции снизился с 58 лет в 2019 году до 46 лет в 2021 году<sup>7</sup>.

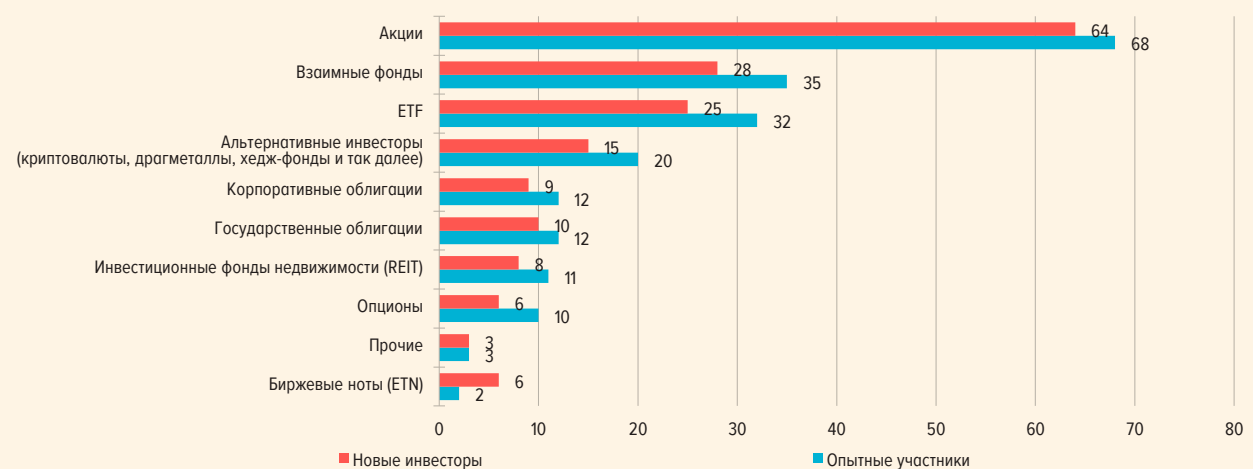
У новых инвесторов ниже доходы. Если в США среди опытных участников 45% имели годовой доход от 100 тыс. долларов США и выше, а среди владельцев существующих счетов – 41%, то среди новых инвесторов таковых было всего 28%<sup>8</sup>. В США новые инвесторы входили на рынок с более низкими суммами на инвестиционных счетах, чем другие группы (рис. 69). Во Франции в самый острый период кризиса медианная сумма покупок ценных бумаг (без вычета продаж) новыми инвесторами оказалась в два раза ниже, чем существующими<sup>9</sup>.

#### Какие активы приобретают новые инвесторы?

В США предпочтения новых инвесторов и опытных участников не сильно отличаются. Согласно опросам, инвесторы чаще всего выделяли акции отдельных эмитентов, взаимные фонды, ETF

ВИДЫ ЦЕННЫХ БУМАГ НА ИНВЕСТИЦИОННЫХ СЧЕТАХ В США  
(%)

Рис. 70



Источник: [FINRA \(2021\)](#), с. 12.

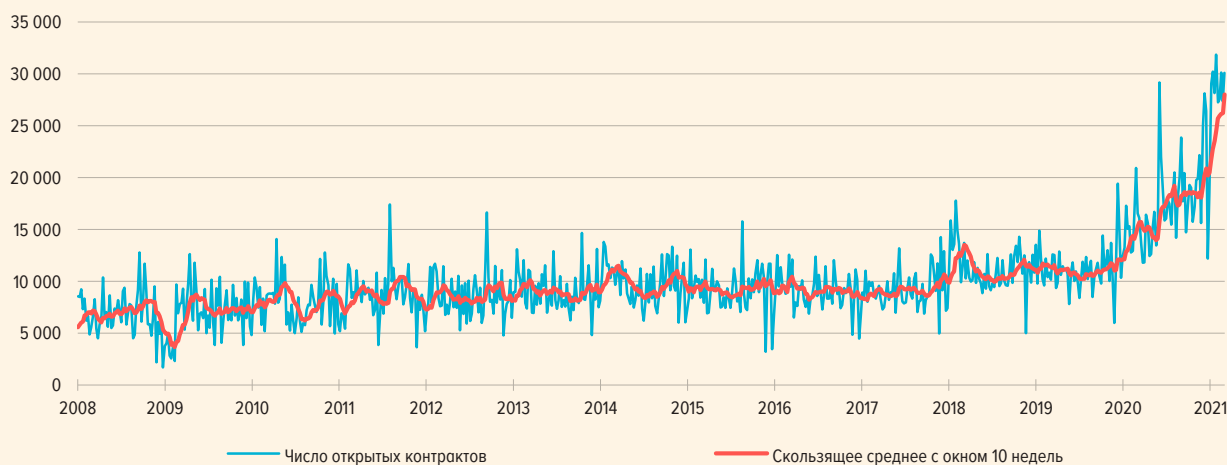
<sup>7</sup> AMF (2021b), [Household Savings Observatory Newsletter](#), No. 43, July, с. 2.

<sup>8</sup> [FINRA \(2021\)](#), с. 4.

<sup>9</sup> [AMF \(2020\)](#), с. 7.

## КОЛЛ-ОПЦИОНЫ НА АКЦИИ В США

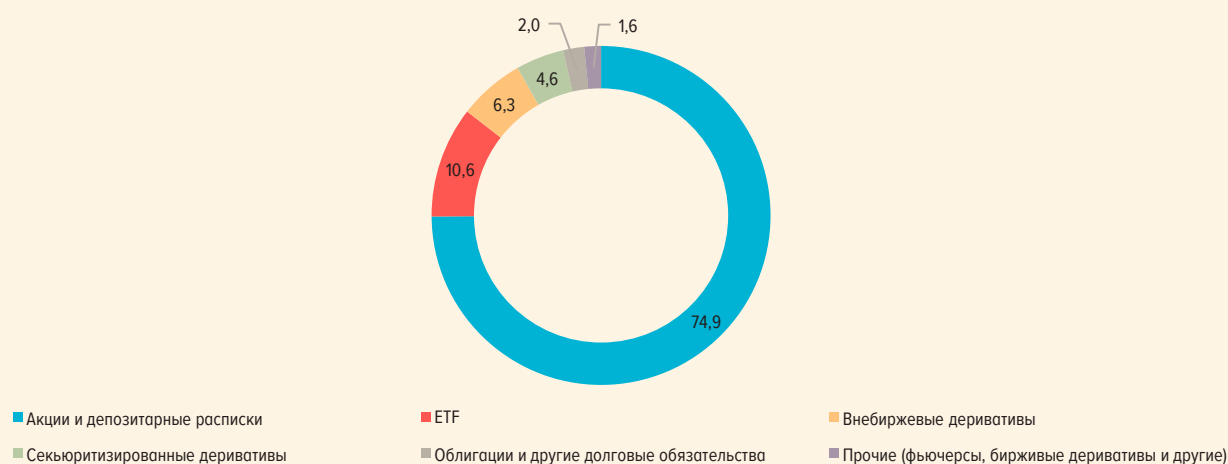
Рис. 71



Источник: IMF (2021), с. 32.

ВИДЫ ЦЕННЫХ БУМАГ В ОПЕРАЦИЯХ ФИЗЛИЦ ВО ФРАНЦИИ  
(%)

Рис. 72



Источник: AMF (2021a), с. 7.

и альтернативные инвестиции (рис. 70). При этом лишь 6% новых инвесторов и 10% опытных участников назвали опционы среди своих инструментов. Бурный рост объемов торгов опционами в США за последние годы широко освещался в СМИ<sup>10</sup> и «Докладе по вопросам глобальной финансовой стабильности» МВФ за апрель 2021 года (рис. 71)<sup>11</sup>. За время пандемии число открытых колл-опционов на акции в США выросло почти в три раза. Однако из результатов опроса FINRA следует, что бурный рост объемов торгов опционами обеспечивают не новые, а более опытные инвесторы.

Во Франции большую часть операций физлиц также составили операции с акциями и ETF (рис. 72). При этом, по данным AMF, основную часть ETF составляли фонды с кредитным плечом на базовый индекс, что свидетельствует об интересе физлиц к инструментам с высоким риском.

<sup>10</sup> The Economist (2021), *Bucket list: Why everyone is now an options trader*, January 16.

<sup>11</sup> IMF (2021), *Global Financial Stability Report, April 2021: Preempting a Legacy of Vulnerabilities*, April 6, cc. 31–32.

## 6.2. Влияние физических лиц на ликвидность акций и ОФЗ: долгосрочный аспект

- Волатильность российского фондового рынка за последние 10 лет возростала в кризисные периоды и не зависела от количества розничных инвесторов.
- Массовый приток физических лиц на фондовый рынок в 2019–2021 годах привел к улучшению ликвидности акций второго и третьего уровня.
- Ликвидность рынка ОФЗ прежде всего зависит от макроэкономических факторов, а не от структуры и количества инвесторов.

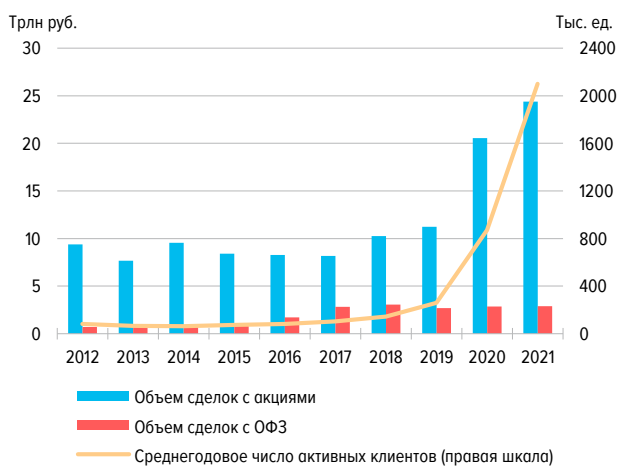
### Рост объемов торгов

За последние 10 лет объемы торгов на российском фондовом рынке существенно выросли: объем сделок с акциями в основном режиме на Московской Бирже увеличился более чем в два раза, с ОФЗ – в четыре раза. Данный процесс сопровождался ростом количества сделок и числа активных клиентов брокеров и управляющих (рис. 73). При этом наиболее заметный рост числа клиентов начался в 2019 году, когда месячное число активных клиентов преодолело отметку в 200 тыс. единиц, и с тех пор выросло более чем в 10 раз<sup>7</sup>.

Рост числа клиентов и их торговой активности может усиливать волатильность рынка в нестабильные периоды, поскольку розничные инвесторы, как правило, следуют за трендом: покупают инструменты на растущем рынке и продают на падающем рынке. В то же время статистики, достаточной для подтверждения данной гипотезы, на российском рынке пока нет. Если сравнить динамику волатильности индекса МосБиржи с количеством активных клиентов, то корреляция между двумя показателями практически нулевая (рис. 74). В то же время волатильность индекса МосБиржи в марте 2020 года действительно была максимальной за последние 10 лет и это сопровождалось ростом числа активных клиентов. Однако глобальный характер кризиса, связанный с пандемией, и всеобщая паника на рынках развивающихся стран не позволяют оценить отдельно вклад в волатильность количества активных инвесторов.

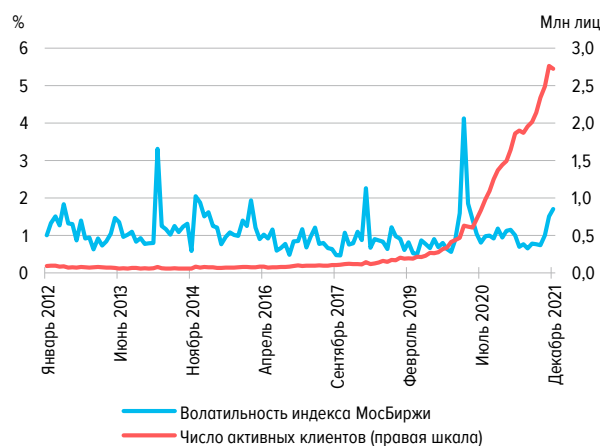
В то же время показатели ликвидности российского фондового рынка за последние годы улучшались. Для анализа влияния количества розничных инвесторов на ликвидность рассмотрим подробнее рынок российских акций и ОФЗ на горизонте 2012–2021 годов.

ОБЪЕМ СДЕЛОК НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ И ЧИСЛО АКТИВНЫХ КЛИЕНТОВ Рис. 73



Примечание. Каждая сделка учитывается один раз.  
Источники: Банк России, Московская Биржа.

ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ИНДЕКСА МОСБИРЖИ И ЧИСЛО АКТИВНЫХ КЛИЕНТОВ Рис. 74



Примечание. Волатильность рассчитывалась как стандартное отклонение по выборке из дневных изменений индекса за месяц.  
Источники: Банк России, Московская Биржа.

<sup>7</sup> В декабре 2021 года число активных клиентов составило 2,6 млн единиц.

## Факторы ликвидности рынка акций

В качестве основных индикаторов ликвидности можно выделить показатели bid-ask спреда<sup>8</sup> (спред между ценами покупки и продажи, характеризующий величину трансакционных издержек) и коэффициент оборачиваемости<sup>9</sup> (характеризующий глубину рынка и объем торгов). Чем ниже bid-ask спред и чем выше коэффициент оборачиваемости, тем более ликвидным считается рынок. В то же время в периоды высокой волатильности данные показатели движутся в одном направлении: увеличивается объем торгов (обороты) и растут трансакционные издержки (bid-ask спред). Вообще с точки зрения розничного инвестора показатель глубины рынка не настолько важен, как bid-ask спред.

В табл. 2 приведены коэффициенты корреляции bid-ask спреда по различным выборкам инструментов с ключевыми характеристиками рынка на горизонте 2012–2021 годов. Более темным цветом выделены наиболее сильные (по абсолютной величине взаимосвязи). В частности, bid-ask спред по акциям значимо коррелирован с долей дилерских сделок КО и НФО в оборотах, однако эта зависимость прямая, а не обратная (значение коэффициента корреляции положительное). В то же время доля дилерских сделок на рынке акций исторически невысока. Несмотря на то что многие брокеры выступают маркет-мейкерами по тем или иным акциям, а также реализуют высокочастотную торговлю по наиболее ликвидным из них, доля собственных сделок КО и НФО в последние годы не превышала 10% от объема торгов.

Средняя доля физических лиц в торгах акциями в последние годы составляет около 40%, а нерезидентов – около 50% (рис. 75). Вместе с тем значимая отрицательная корреляция между bid-ask спредом и долей нерезидентов наблюдается в акциях первого уровня, в то время как с долей физических лиц значимо коррелирован bid-ask спред акций третьего уровня.

Данные особенности вызваны активностью нерезидентов в ликвидных акциях и физических лиц – в менее ликвидных (рис. 76). В частности, нерезиденты преобладали в сделках с наиболее ликвидными акциями (первый уровень) с долей около 50% в последние годы, в то время как доля физических лиц в данном сегменте выросла лишь до 40%. В менее ликвидных сегментах доля физических лиц выше, в частности, в акциях третьего уровня доля физических лиц выросла выше 60%. Это объясняется тем, что розничные инвесторы готовы приобретать в том числе и неликвидные бумаги в ожидании какого-нибудь корпоративного события (дивиденды, обратный выкуп) либо поддаются краткосрочным трендам, когда цена малоизвестной акции разгоняется за счет спекулятивных сделок, обсуждаемых на форумах инвесторов<sup>10</sup>. Высокая доля физических лиц в торгах акциями третьего уровня объясняет значимую отрицательную корреляцию bid-ask спреда в данном эшелоне с долей физических лиц (-0,75).

КОЭФФИЦИЕНТЫ КОРРЕЛЯЦИИ BID-ASK СПРЕДА ПО РАЗЛИЧНЫМ ИНСТРУМЕНТАМ С КЛЮЧЕВЫМИ ХАРАКТЕРИСТИКАМИ РЫНКА, 2012 – 2021 ГОДЫ

Табл. 2

Тип инструмента	Количество сделок, тыс. шт.	Обороты, млрд руб.	Доля КО в оборотах, %	Доля НФО в оборотах, %	Доля физлиц в оборотах, %	Доля нерезидентов в оборотах, %	Активные физлица МБ, млн лиц
Все	-0,57	-0,54	0,68	0,7	-0,13	-0,51	-0,57
1 уровень	-0,49	-0,49	0,67	0,65	0	-0,59	-0,52
2 уровень	-0,37	-0,28	0,32	0,61	-0,18	-0,14	-0,52
3 уровень	-0,59	-0,06	0,23	0,61	-0,75	0,63	-0,58

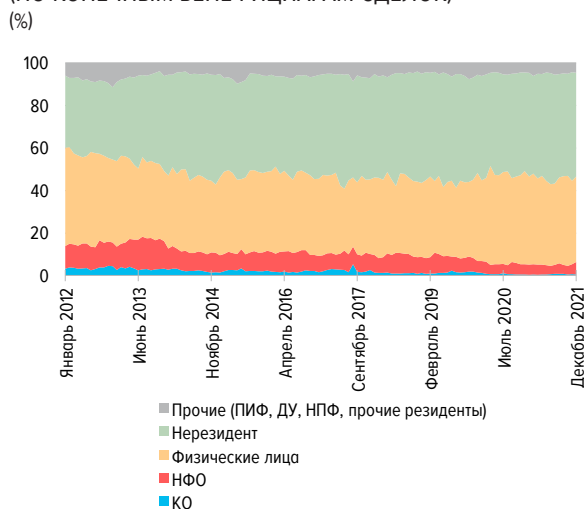
Примечание. Коэффициент корреляции рассчитывался на месячных данных за период с января 2012 года по декабрь 2021 года.

<sup>8</sup> Рассчитывался за каждый день по каждому инструменту как разница между ценами предложения и спроса, деленная на среднее значение между ценами предложения и спроса (на закрытии торгов).

<sup>9</sup> Рассчитывался за каждый день по каждому инструменту как отношение объема торгов за день к рыночной капитализации инструмента.

<sup>10</sup> Такие сделки могут классифицироваться Банком России как манипулирование рынком.

СТРУКТУРА УЧАСТНИКОВ ТОРГОВ НА РЫНКЕ АКЦИЙ (ПО КОНЕЧНЫМ БЕНЕФИЦИАРАМ СДЕЛОК)



Источники: Банк России, Московская Биржа.

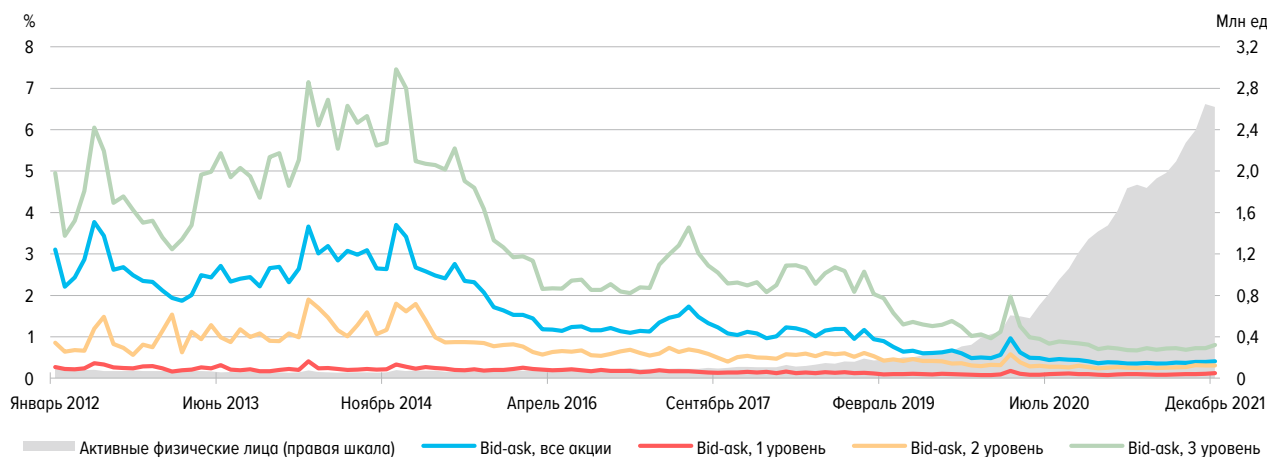
ДОЛИ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ И НЕРЕЗИДЕНТОВ В ТОРГАХ АКЦИЯМИ РАЗЛИЧНЫХ ЭШЕЛОНОВ



Источники: Банк России, Московская Биржа.

BID-ASK СПРЕД И КОЛИЧЕСТВО АКТИВНЫХ КЛИЕНТОВ – ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ

Рис. 77



Источники: Банк России, Московская Биржа.

Динамика bid-ask спреда и количества активных клиентов – физических лиц приведена на рис. 77. За последние 10 лет спред по акциям первого и второго эшелона сократился примерно в 2–3 раза, по третьему эшелону – в 6 раз. При этом с начала массового прихода розничных инвесторов в 2019 году спред по первому эшелону существенно не изменился, по второму и третьему сократился в 2 и 3 раза соответственно.

В целом следует отметить, что корреляция между количеством активных клиентов и bid-ask спредом значимая (от -0,5 до -0,6) по всем эшелонам, особенно третьему (табл. 2). При этом корреляция отдельно на горизонте 2012–2018 годов и на горизонте 2019–2021 годов составляет -0,6 и -0,7 соответственно, прежде всего за счет акций второго и третьего эшелонов. **То есть массовый приток физических лиц на фондовый рынок привел к улучшению ликвидности акций за пределами первого эшелона.**

### Факторы ликвидности рынка ОФЗ

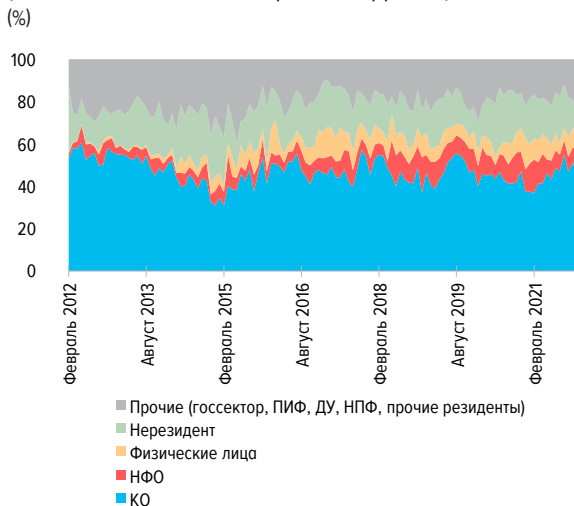
В отличие от рынка акций рынок ОФЗ – это прежде всего рынок институциональных инвесторов и банков. Рост ликвидности рынка в 2012–2021 годах сопровождался увеличением объемов торгов и стабилизацией доли КО в оборотах в районе 50%, а нерезидентов – в райо-

не 20% (рис. 78). При этом доля физических лиц в оборотах нестабильна, однако в отдельные месяцы по отдельным типам ОФЗ превышает 20% (рис. 79). Это вызвано тем, что большинство розничных инвесторов приобретают облигации и удерживают их до погашения. При этом предпочтение отдается выпускам с дюрацией до года либо выпускам с амортизацией номинала.

В целом bid-ask спред по ОФЗ больше подвержен таким макроэкономическим факторам, как геополитические риски, неопределенность в отношении будущей инфляции и процентной ставки. Такие периоды сопровождаются оттоком нерезидентов с рынка и ростом bid-ask спреда (рис. 80, 81). Наименьшая ликвидность на рынке ОФЗ наблюдалась в конце 2014 – начале 2015 года, когда все эти факторы действовали одновременно.

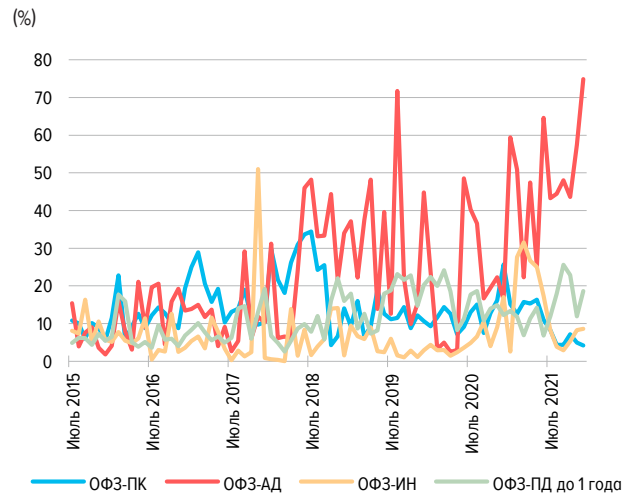
За период (2012 – 2021 годов) bid-ask спред по наиболее ликвидным облигациям с постоянным купоном (ОФЗ-ПД) снизился практически в 10 раз, при этом минимальные значения наблюдались в конце 2020 года. Значения спреда слабо зависели от количества инвесторов. Миллионы розничных инвесторов последних лет приходили на фондовый рынок в поисках доходности выше депозитов, и ОФЗ в этом плане не служат наиболее привлекательной альтернативой.

СТРУКТУРА УЧАСТНИКОВ ТОРГОВ НА РЫНКЕ ОФЗ (ПО КОНЕЧНЫМ БЕНЕФИЦИАРАМ СДЕЛОК) Рис. 78



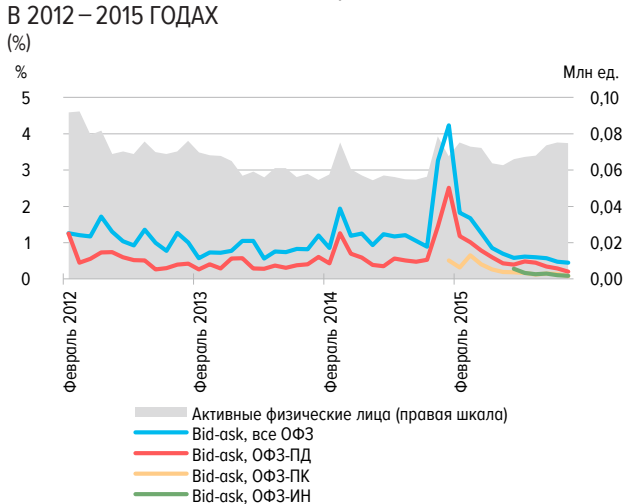
Источники: Банк России, Московская Биржа.

ДОЛИ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В ТОРГАХ ОФЗ РАЗЛИЧНЫХ ЭШЕЛОНОВ Рис. 79



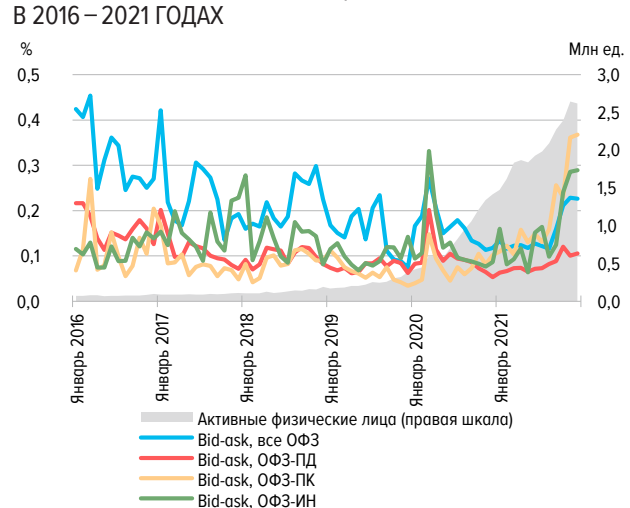
Источники: Банк России, Московская Биржа.

ВІD-АSК СПРЕД И КОЛИЧЕСТВО АКТИВНЫХ КЛИЕНТОВ – ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В 2012 – 2015 ГОДАХ Рис. 80



Источники: Банк России, Московская Биржа.

ВІD-АSК СПРЕД И КОЛИЧЕСТВО АКТИВНЫХ КЛИЕНТОВ – ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В 2016 – 2021 ГОДАХ Рис. 81



Источники: Банк России, Московская Биржа.

## КОЭФФИЦИЕНТЫ КОРРЕЛЯЦИИ BID-ASK СПРЕДА ПО РАЗЛИЧНЫМ ИНСТРУМЕНТАМ С КЛЮЧЕВЫМИ ХАРАКТЕРИСТИКАМИ РЫНКА, 2012 – 2021 ГГ.

Табл. 3

Тип инструмента	Количество сделок, тыс. шт.	Обороты, млрд руб.	Доля КО в оборотах, %	Доля НФО в оборотах, %	Доля физических лиц в оборотах, %	Доля нерезидентов в оборотах, %	Активные физические лица МБ, млн лиц
Все	-0,50	-0,62	-0,13	-0,36	-0,47	0,19	-0,33
ОФЗ-ПК	-0,47	-0,29	0,41	-0,18	-0,42	-0,25	0,2
ОФЗ-АД	-0,53	0,11	0,34	-0,14	-0,37	-0,07	-0,32
ОФЗ-ИН	0,22	0,23	-0,17	0,04	0,02	0,19	0,16
ОФЗ-ПД, в том числе	-0,42	-0,53	-0,17	-0,33	-0,34	0,05	-0,3
До 1 года	-0,41	-0,24	0,53	-0,36	-0,53	-0,05	-0,28
1–3 года	-0,41	-0,49	0,36	-0,38	-0,33	-0,16	-0,3
3–5 лет	-0,31	-0,44	-0,35	-0,13	-0,07	0,03	-0,25
От 5 лет	-0,38	-0,42	-0,14	-0,29	-0,14	-0,03	-0,26

Примечание. Коэффициент корреляции рассчитывался на месячных данных за период с февраля 2012 года по декабрь 2021 года.

Анализ корреляции bid-ask спреда по различным сегментам ОФЗ (табл. 3) на горизонте 10 лет показывает слабую связь как с количеством активных розничных инвесторов, так и с долей физических лиц в оборотах. Единственным исключением служит сегмент ОФЗ-ПД с короткой дюрацией, где доля физических лиц в оборотах высока. При этом в 2021 году корреляция между количеством активных розничных инвесторов и bid-ask спредом была значительной (0,86) и наблюдалась по широкому кругу бумаг, что объясняется активным притоком физических лиц на фондовый рынок в прошедшем году. **Однако в целом ликвидность на рынке ОФЗ слабо зависит от структуры участников и количества розничных инвесторов.**



## 7. ДОХОДНОСТЬ И КОМИССИИ ПРИ УПРАВЛЕНИИ АКТИВАМИ

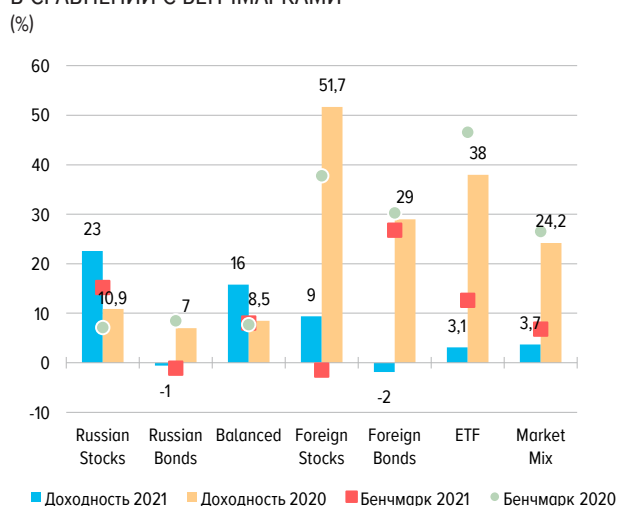
- При передаче средств профессиональным управляющим клиенты, как правило, рассчитывают на более высокие показатели доходности по сравнению с бенчмарками. Дополнительная доходность является премией за риск таких инвестиций по сравнению с вложениями в безрисковые инструменты, а также оправдывает затраты на вознаграждение управляющих.
- Доходности, получаемые при передаче средств профессиональным управляющим, не всегда соответствуют ожиданиям клиентов. Причинами могут являться как действующие ограничения на разрешенные для инвестирования активы по отдельным инструментам, так и предоставление дополнительных услуг, плата за которые снижает доходность инструментов.
- Наиболее высокое соотношение доходности и вознаграждения УК демонстрируют ПИФ. При этом во всем мире происходит бурное развитие пассивно управляемых фондов, доходность которых в большинстве случаев опережает доходность классических фондов, а стоимость управления находится на более низком уровне.

Инвестируя средства в инструменты финансового рынка, физические лица могут самостоятельно управлять своими активами или доверить свои средства профессиональным управляющим. За передачу средств в ДУ или приобретение иных инструментов коллективного инвестирования клиенты платят комиссию. При таком варианте инвестирования граждане, как правило, ожидают, что компания, управляющая переданными средствами, обеспечит доходность, которая опережает рыночные индексы (если предполагается активный вариант управления средствами, например ДУ, вложения через НПФ), или будет соответствовать им (при пассивном варианте инвестиций, например следовании индексам при вложениях в БПИФ). Однако полученная доходность не всегда соответствует ожиданиям клиентов. При этом комиссия за управление уплачивается даже при получении убытков или низких результатах, что может оказывать влияние на решение о выборе вариантов инвестирования клиентов в будущем.

Российские инвесторы не всегда получают более высокий доход по более рисковым инструментам (по сравнению с депозитами или индексами), несмотря на то что эти инструменты

ДОХОДНОСТЬ КЛАСТЕРОВ ОПИФ И БПИФ В СРАВНЕНИИ С БЕНЧМАРКАМИ

Рис. 82



Источники: Банк России, Московская Биржа.

ДОХОДНОСТЬ НПФ И ДИНАМИКА ИНДЕКСОВ ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ

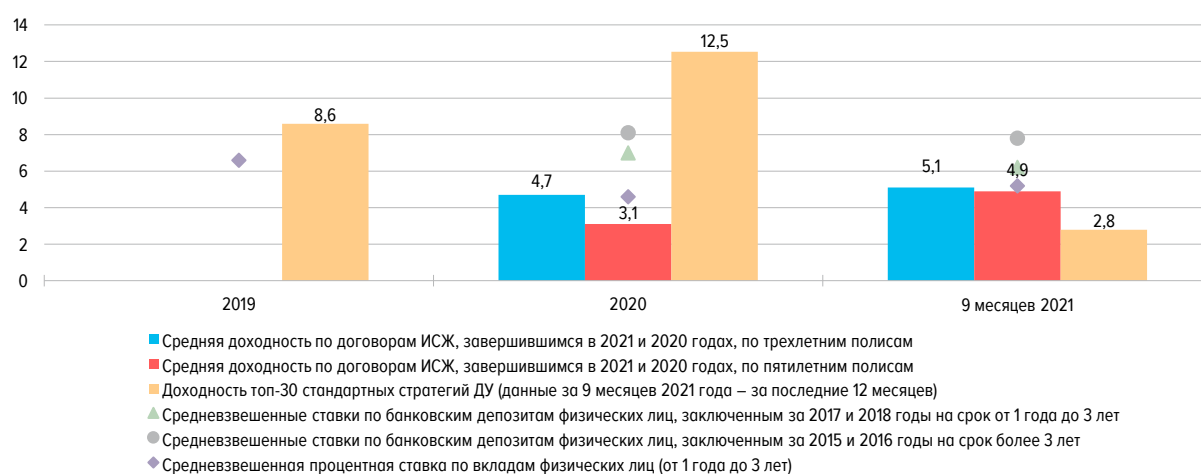
Рис. 83



Источники: Банк России, Московская Биржа.

## ДОХОДНОСТИ ОТДЕЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНСТРУМЕНТОВ (%)

Рис. 84



Источник: Банк России.

предполагают активное управление и плату за него. Так, доходности инвестирования пенсионных резервов и накоплений ниже значений пенсионных индексов, доходность по договорам ИСЖ ниже ставок по депозитам. Доходности стандартных стратегий ДУ в рассматриваемом периоде также не всегда превышали ставки по депозитам. Таким образом, целесообразность передачи средств клиентов профессиональным управляющим не всегда очевидна. При этом стоимость их услуг оказывает давление на доходность портфелей клиентов.

Так, плата за услуги НПФ по управлению пенсионными накоплениями складывается из постоянного (0,75% от СЧА) и переменного (15% от инвестиционного дохода) вознаграждения. При этом набор инструментов, доступный для инвестирования средств пенсионных накоплений, ограничен, а значительная часть активов удерживается до погашения. В таких условиях активное управление пенсионными накоплениями не требуется. Однако инвестирование средств пенсионных накоплений фонды осуществляют не самостоятельно, а через УК, что увеличивает стоимость управления пенсионными накоплениями для клиентов.

Совокупное вознаграждение НПФ в 2020 году составило 1,9% от средней СЧА. Средняя минимальная комиссия по топ-30 стандартных стратегий ДУ составляет 2,2%. Среднее вознаграждение УК за управление ОПИФ и БПИФ составляло 1,7%. При этом плата за управление фондами, структура которых соответствует выбранным индексам и не требует активного управления, была, как правило, ниже этой величины. По данным InvestFunds, вознаграждение УК за управление ОПИФ доходило до 10%, тогда как по БПИФ редко превышало 1%.

При наименьшей стоимости управления розничные ПИФ демонстрировали максимальную доходность среди всех рассматриваемых инструментов, которая в основном опережала значения бенчмарков. Этим была обусловлена привлекательность такого варианта коллективных инвестиций частных российских инвесторов (см. раздел «Физлица на финансовых рынках»).

Популярность ПИФ растет у инвесторов во всем мире. При этом происходит бурное развитие пассивно управляемых фондов. Одной из причин популярности пассивных фондов в Америке является самостоятельное накопление населением средств на пенсию через пенсионные планы, предоставляемые работодателем (основные пенсионные схемы – 401K match и IRA, которые различаются налоговым режимом и некоторыми другими особенностями).

В России лишь незначительная часть пенсионных средств инвестируется в ПИФ (13% пенсионных резервов, 1% пенсионных накоплений). При этом БПИФ были допущены в качестве инструмента для инвестиций средств пенсионных накоплений НПФ лишь в 2020 году<sup>1</sup>. Рас-

<sup>1</sup> <https://cbr.ru/press/event/?id=6764>.

ширение инвестирования пенсионных средств через БПИФ может сэкономить на комиссиях УК и повысить доходность инвестирования пенсионных накоплений для лиц, застрахованных по ОПС.

Вместе с тем давление на доходность инвестирования пенсионных средств и страховых резервов оказывают установленные ограничения по составу и структуре активов. Помимо этого, отставание доходности программ по страхованию жизни, пенсионных программ, а также некоторых других финансовых инструментов от бенчмарков было связано не только с оплатой услуг управления активами, но и платой за дополнительные услуги, которые приобретает клиент.

Так, при приобретении договора по страхованию жизни страхователь получал защиту от рисков, связанных с наступлением смерти, различных заболеваний, НС и других событий в жизни, а также медицинские услуги, например телемедицину, комплексные обследования. Кроме того, страховщики и НПФ оказывали услуги по организации выплат, в том числе в течение длительного времени. Несоответствие доходностей по таким программам ожиданиям клиентов во многом было связано с мисселингом. Зачастую посредники (как правило, банки) продают программы страхования жизни как альтернативу депозитам, обещая при этом сопоставимую или более высокую доходность при наличии страховой составляющей. Кроме того, высокие комиссии самих посредников оказывали давление на доходность программ страхования жизни.

#### **Врезка. Активные и пассивные средства коллективных инвестиций: международный опыт**

- Пассивно управляемые средства коллективных инвестиций демонстрируют бурный рост, но по-прежнему составляют не самую большую долю активов под управлением.
- В среднем активно управляемые фонды не приносят более предпочтительное сочетание риска и доходности по сравнению с пассивно управляемыми. Не более половины активных фондов превосходят доходность базового индекса.
- Во время пандемии в США и ЕС произошел чистый приток средств в средства коллективного инвестирования. Доля активных фондов, превосходящих доходность базового индекса, повысилась.
- В 2021 году в США основной приток средств пришелся на пассивные фонды, а в ЕС – на активные.

#### **Развитие пассивно управляемых средств коллективных инвестиций в допандемический период**

Изначально в развитых странах практически все средства коллективных инвестиций (инвестиционные фонды, пенсионные фонды и т.п.) были активно управляемыми: в таких фондах управляющие активно принимают решения о покупке и продаже ценных бумаг с целью превзойти доходность базового индекса. С развитием в 1950–1960-х годах современной портфельной теории, основанной на теории Марковица<sup>1</sup>, показавшей, что инвесторам оптимально держать широко диверсифицированный портфель, появились пассивно управляемые средства коллективных инвестиций. В пассивно управляемых фондах заранее формируется портфель, воспроизводящий индекс. Такие фонды несут более низкие издержки и предлагают клиентам более низкую стоимость обслуживания.

В последние десятилетия в мире наблюдалось бурное развитие пассивно управляемых открытых взаимных фондов и ETF. Так, в США доля активов под управлением пассивных открытых взаимных фондов и ETF среди всех открытых взаимных фондов и ETF выросла с 3% в 1995 году до 14% в 2005 году и 41% в 2020 году<sup>2</sup>. По данным экспертов БМР, всего в мире на июнь 2017 года под управлением пассивных инвестиционных фондов находились активы на сумму 8 трлн долларов США, или 20% совокупных активов инвестиционных фондов по сравнению с 8% в 2007 году<sup>3</sup>. Активы под управлением пассивных ETF росли быстрее, чем активы под управлением пассивных, или индексных, взаимных

<sup>1</sup> Markowitz, H. M. (1952). *Portfolio Selection*. *Journal of Finance*, 7 (1), сс. 77–91.

<sup>2</sup> Anadu, K., Kruttli, M., McCabe, P., & Osambela, E. (2018, revised 2020). *The Shift from Active to Passive Investing: Risks to Financial Stability?* Board of Governors of the Federal Reserve System Finance and Economics Discussion Series, No. 2018-060r1, с. 2.

<sup>3</sup> BIS (2018), *BIS Quarterly Review: International banking and financial market developments, March 2018*. Basel: Bank for International Settlements, с. 114.

## АКТИВЫ ПОД УПРАВЛЕНИЕМ СРЕДСТВ КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В МИРЕ

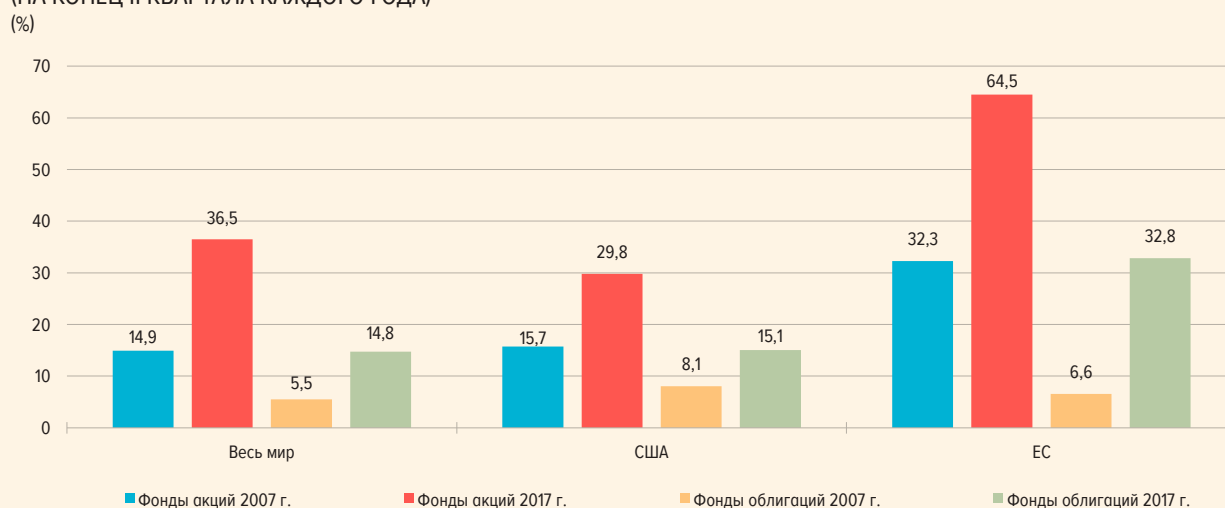
Рис. 85



Источник: BIS (2018), с. 115.

ДОЛЯ АКТИВОВ ПОД УПРАВЛЕНИЕМ ПАССИВНЫХ ФОНДОВ СРЕДИ ВСЕХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ  
(НА КОНЕЦ II КВАРТАЛА КАЖДОГО ГОДА)

Рис. 86



Источник: BIS (2018), с. 115.

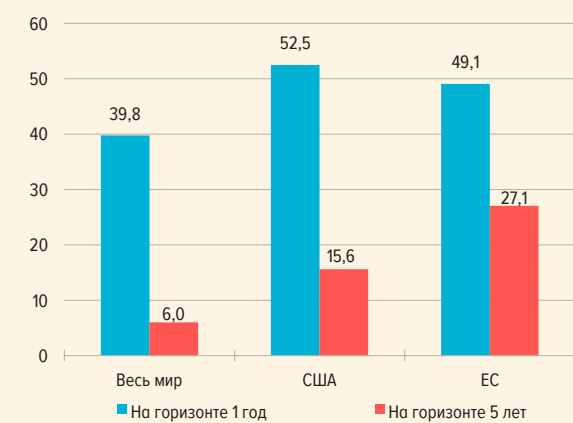
фондов, и составили 40% совокупных активов под управлением пассивных инвестиционных фондов в июне 2017 года по сравнению с 30% в 2007 году (рис. 85).

Мы проанализировали развитие пассивных фондов в допандемический период на примере США и ЕС. Среди пассивных фондов преобладали инвестиции в акции в отличие от облигаций. Самую заметную долю пассивно управляемых фондов составляли фонды, инвестирующие в акции эмитентов США. Заметный рост наблюдался также среди пассивных фондов, инвестирующих в акции эмитентов ЕС (рис. 86).

Возможной причиной бурного развития пассивных средств коллективных инвестиций стало то, что активные фонды не приносили большей прибыли, но несли высокие издержки. В научных исследованиях 1960–1980-х годов было показано, что с учетом риска и клиентских затрат на обслуживание активно управляемые фонды в среднем приносили доходность, статистически не отличимую от базового индекса<sup>4</sup>. Эксперты БМР показали, что доля фондов акций, доходность которых превосходила базовый индекс на горизонте 1 год, составляла около 50% на рынке США и ниже на других рынках или на горизонте 5 лет (рис. 87). При этом, например, в США в 2007–2016 годах коэффициент расходов, то есть доля активов фонда, используемая для покрытия его расходов, активных взаимных фондов акций превышал коэффициент расходов ETF в 3–3,5 раза и коэффициент расходов индексных взаимных фондов в 5–9 раз (рис. 88).

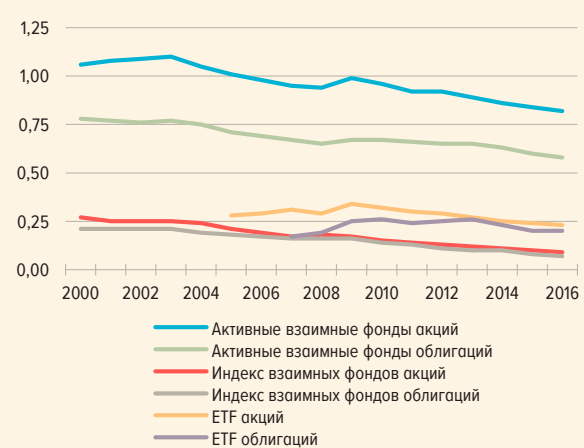
<sup>4</sup> Ippolito, R. A. (1993). *On Studies of Mutual Fund Performance, 1962–1991*. *Financial Analysts Journal*, 49 (1), сс. 42–50.

**ДОЛЯ АКТИВНЫХ ФОНДОВ АКЦИЙ, ДОХОДНОСТЬ КОТОРЫХ ПРЕВОСХОДИТ БАЗОВЫЙ ИНДЕКС (ВСЬ МИР — S&P GLOBAL 1200, США — S&P COMPOSITE 1500, ЕС — S&P EUROPE 350)**



Источник: BIS (2018), с. 118.

**КОЭФФИЦИЕНТ РАСХОДОВ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ В США (СРЕДНЕЕ ЗНАЧЕНИЕ, ВЗВЕШЕННОЕ ПО АКТИВАМ ПОД УПРАВЛЕНИЕМ)**



Источник: BIS (2018), с. 118.

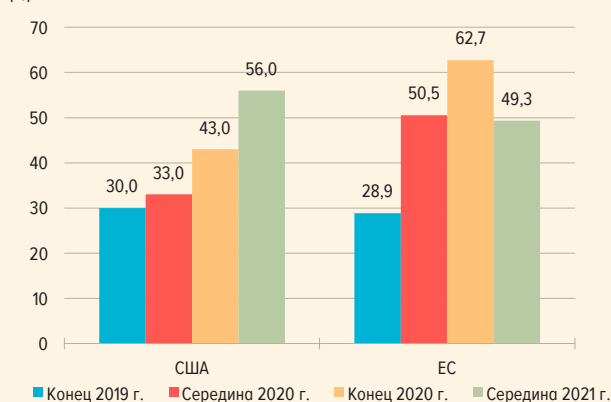
### Активные и пассивные средства коллективных инвестиций во время пандемии COVID-19

Пандемия новой коронавирусной инфекции COVID-19, повлекшая за собой ограничения экономической активности, поначалу вызвала падение основных биржевых индексов и рост волатильности на мировых финансовых рынках. Правительства и центральные банки основных мировых экономик ответили широкими мерами стимулирующей налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики, которые привели к росту фондового рынка<sup>5</sup>.

Сторонники активного управления утверждают, что в периоды высокой волатильности активное управление может принести более предпочтительные результаты, чем пассивное. Противники указывают на то, что в период пандемии по-прежнему не более половины активных фондов превосходят доходность базового индекса<sup>6,7</sup>.

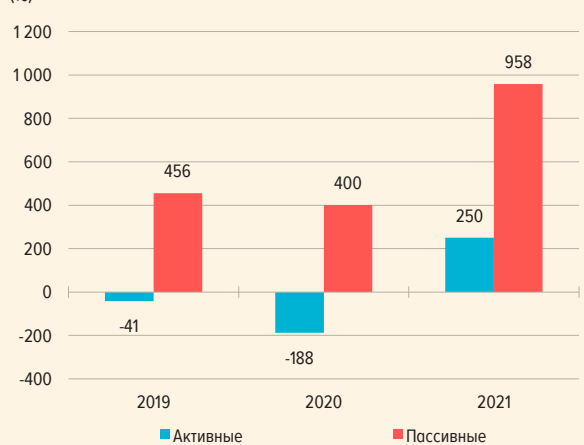
Мы проанализировали тенденции на рынке активных и пассивных фондов в период пандемии на примере США и ЕС. Во время пандемии заметно увеличилась доля активных фондов, доходность которых превосходит базовый индекс, как в США, так и в ЕС (рис. 89).

**ДОЛЯ АКТИВНЫХ ФОНДОВ АКЦИЙ, ДОХОДНОСТЬ КОТОРЫХ ПРЕВОСХОДИТ БАЗОВЫЙ ИНДЕКС (США — S&P COMPOSITE 1500, ЕС — S&P EUROPE 350), НА СКОЛЬЗЯЩЕМ ГОРИЗОНТЕ 1 ГОД**



Источники: S&P, SPIVA U.S. Scorecard *Mid-Year 2021*; SPIVA Europe Scorecard: *Year-End 2019, Mid-Year 2020, Year-End 2020, Mid-Year 2021*.

**ЧИСТЫЙ ПРИТОК СРЕДСТВ В ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ США (ВЗАИМНЫЕ ФОНДЫ И ETF, ЗА ИСКЛЮЧЕНИЕМ ФОНДОВ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА)**



Источники: Morningstar (2020), Morningstar (2021), Morningstar (2022).

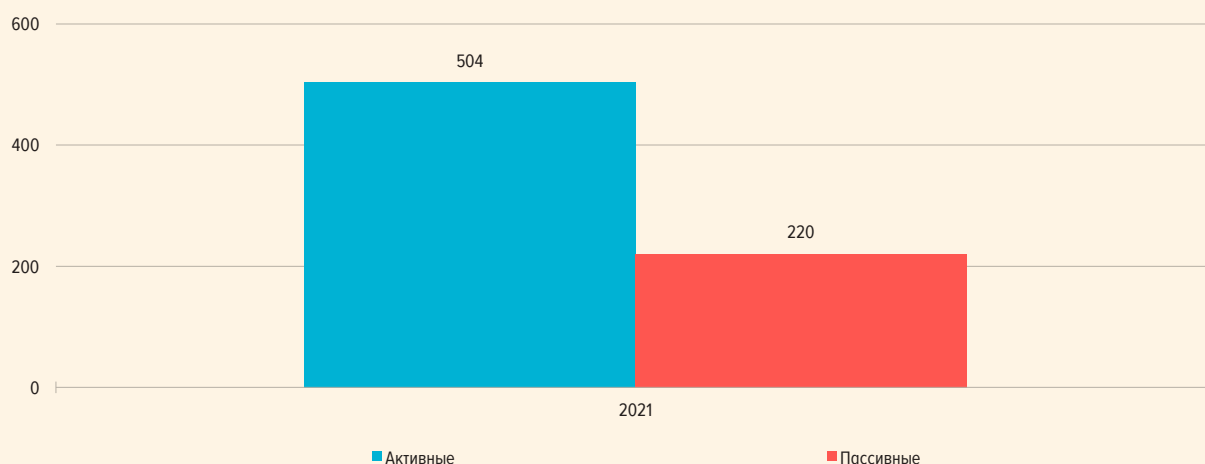
<sup>5</sup> S&P (2021), *SPIVA U. S. Scorecard Year-End 2020*, March 11, с. 1.

<sup>6</sup> Wilkinson, A. (2020), *Active funds fail to outperform passive rivals despite COVID-19 opportunity*, Financial Times, September 1.

<sup>7</sup> CNBC (2021), *In one of the most volatile markets in decades, active fund managers underperformed again*, November 1.

ЧИСТЫЙ ПРИТОК СРЕДСТВ В ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ ЕС  
(МЛРД ЕВРО)

Рис. 91



Источник: [Refinitiv Lipper \(2022\)](#).

В США с 2015 года наблюдался чистый отток средств из активных фондов<sup>8</sup>. В 2020 году отток средств из активных фондов усилился, продолжился чистый приток в пассивные. Но по итогам 2021 года чистый приток средств в активные фонды стал положительным, а чистый приток средств в пассивные поставил рекорд (рис. 90).

Если в США в 2021 году чистый приток средств в пассивные фонды почти в пять раз превышал приток в активные, то в ЕС приток в активные фонды более чем в два раза превышал приток в пассивные (рис. 91). Было бы поспешно говорить о глобальном «отступлении» активно управляемых средств коллективных инвестиций. Скорее основным трендом во время пандемии стал приток новых средств на финансовые рынки, часть которых пришла как в пассивные, так и в активные фонды.

<sup>8</sup> Morningstar (2022), [U. S. Fund Flows Smashed Records in 2021](#), January 19.

## 8. ПРОЦЕСС КОНСОЛИДАЦИИ, КОНЦЕНТРАЦИИ В НФО И БАНКАХ

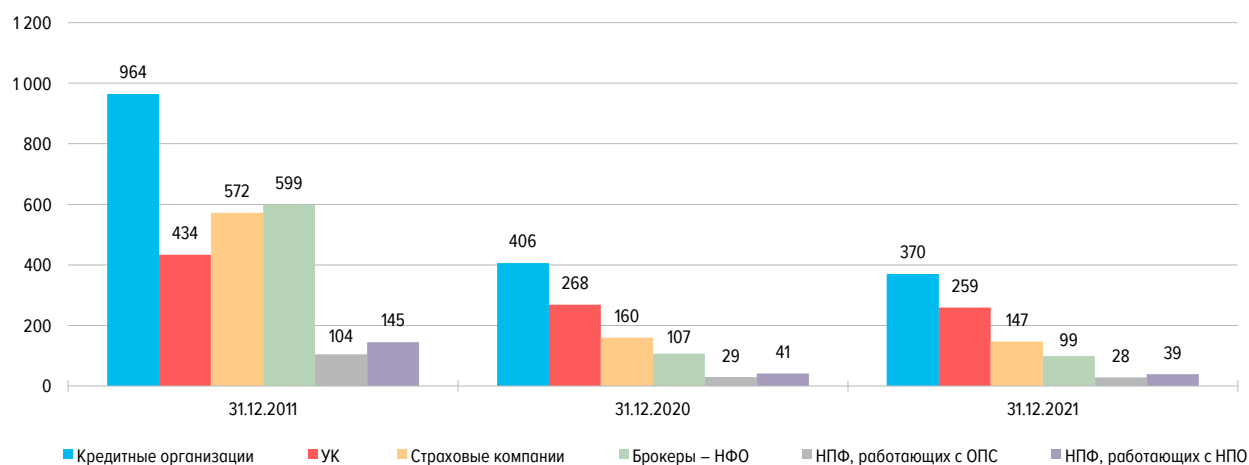
- Количество финансовых компаний на российском рынке продолжает сокращаться. В 2021 году этому во многом способствовали слияния и поглощения компаний. В результате для финансового рынка характерны рост концентрации в основных сегментах и рост доли топ-10 финансовых групп.
- Процесс цифровизации, увеличение технологичности, наличие эффекта масштаба и финансовых ресурсов позволяют крупнейшим банкам формировать экосистемы и занимать значительные доли рынка и в смежных сегментах финансового рынка. При этом технологичные компании начинают выходить на рынок банковских услуг через покупку банков.
- Однако чрезмерное уменьшение количества участников в отдельных сегментах финансового рынка может оказывать негативное влияние на конкуренцию и доступность финансовых услуг для клиентов.

На российском финансовом рынке продолжался процесс консолидации. Так, за 2021 год число компаний в разных сегментах финансового рынка снизилось от 3 до 9%, а за 10 лет – в 3–6 раз (рис. 92). Снижалось и число компаний, на которые приходится основной объем рынка в каждом сегменте. В частности, на долю 10 крупнейших банков в конце 2021 года приходилось 74% активов банковского сектора. Эти банки вместе с дочерними организациями образуют топ-10 финансовых групп на российском рынке, пять из которых представлены во всех рассматриваемых сегментах финансового рынка. Наличие финансовых ресурсов, технологий, эффекта масштаба и клиентской базы головных банков позволяет топ-10 группам занимать значительные доли рынка и в смежных сегментах.

В результате двух лет пандемии доля топ-10 финансовых групп в крупнейшем сегменте (банковском) незначительно выросла (рис. 93). При этом в страховании и управлении активами эта доля выросла более существенно, в основном за счет кросс-продаж продуктов через офисы головных банков групп. При этом сегмент УК остается наименее концентрированным. В остальных секторах доля топ-10 существенно не изменилась: в НПФ существенного притока средств новых клиентов не было, а брокеры – НФО в рамках топ-10 групп, как правило, занимаются обслуживанием внутригрупповых сделок, в то время как работа с физическими лицами на брокерском обслуживании ведется непосредственно через головные банки.

ЧИСЛО КОМПАНИЙ В РАЗЛИЧНЫХ СЕГМЕНТАХ РЫНКА  
(ЕД.)

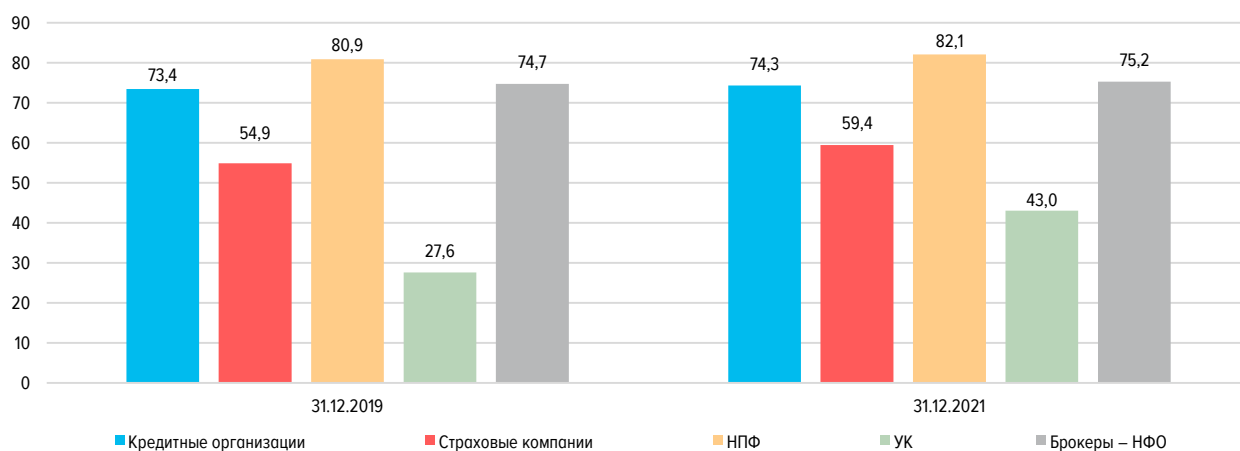
Рис. 92



Источник: Банк России.

ДОЛЯ ТОП-10 ФИНАНСОВЫХ ГРУПП В РАЗЛИЧНЫХ СЕГМЕНТАХ ДО И ПОСЛЕ ПАНДЕМИИ (%)

Рис. 93



Источник: Банк России.

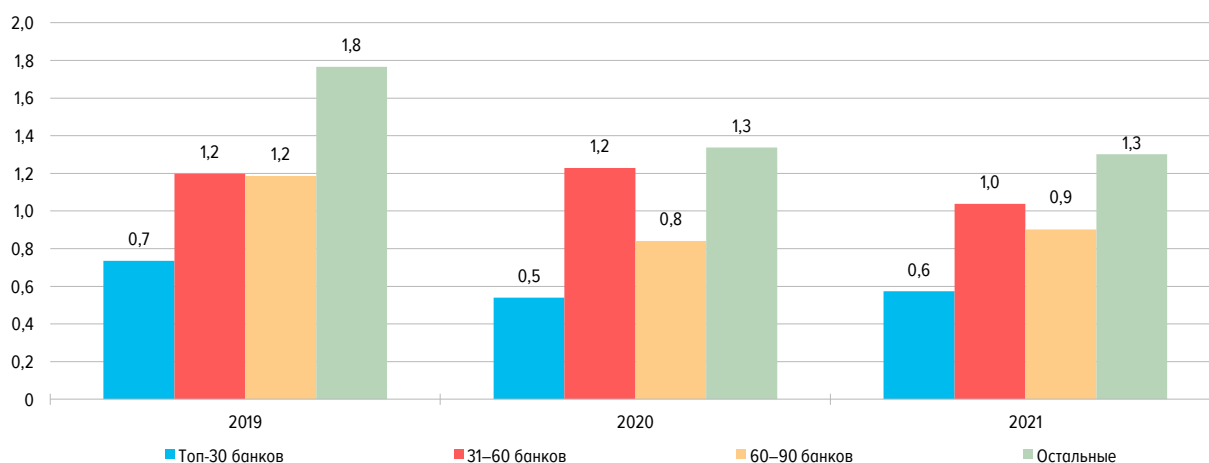
### Эффект масштаба

Если в предыдущие годы уход финансовых организаций с рынка во многом был связан с работой Банка России по очистке рынка от недобросовестных и неустойчивых компаний/банков, то в 2020–2021 годах более значимое влияние оказывали процессы слияния и поглощения, которые сопровождаются проявлением эффекта масштаба. Укрупнение позволяет компаниям снижать издержки – за счет устранения дублирующих функций, снижения членских взносов в СРО, регуляторных и прочих издержек. При этом к оптимизации затрат компании также подталкивает насыщение отдельных сегментов и сдерживающее влияние пандемии.

Эффект экономии от масштаба прослеживается во всех сегментах финансовых организаций. Так, за последние три года по группам более крупных компаний доля расходов была в большинстве случаев ниже, чем по группам средних и небольших компаний. Более высокая доля расходов средних и небольших компаний оказывала давление на их рентабельность.

ДОЛЯ ОРГАНИЗАЦИОННЫХ И УПРАВЛЕНЧЕСКИХ РАСХОДОВ РОССИЙСКИХ БАНКОВ В АКТИВАХ (%)

Рис. 94



Источник: Банк России.

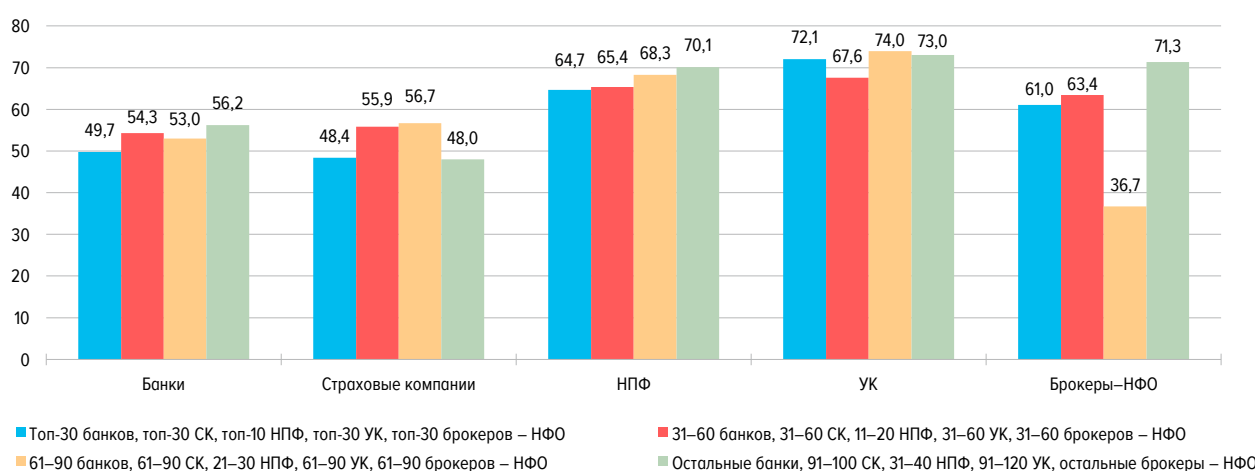


## Структура расходов в зависимости от размера

Ключевая статья общих и административных расходов всех сегментов финансовых компаний – **расходы на содержание персонала**. Эффект масштаба по этим расходам оказывал заметное влияние на экономию по издержкам в целом.

В целом в структуре общих и административных расходов у крупных участников финансового рынка доля расходов, которые позволяют поддерживать и укреплять свои позиции на рынке (например, расходы на рекламу и маркетинг, расходы на амортизацию программного обеспечения, повышенная доля которых может свидетельствовать о более современном техническом оснащении компании), в основном выше, чем у средних и небольших компаний.

ДОЛЯ РАСХОДОВ НА ПЕРСОНАЛ В ОБЩИХ И АДМИНИСТРАТИВНЫХ РАСХОДАХ ПО ГРУППАМ КОМПАНИЙ, 2020 ГОД *Рис. 95* (%)



Источник: Банк России.

ДОЛЯ РАЗЛИЧНЫХ РАСХОДОВ В ОБЩИХ И АДМИНИСТРАТИВНЫХ РАСХОДАХ, 2020 ГОД (%)

Табл. 4

	Топ-30 банков, топ-30 СК, топ-10 НПФ, топ-30 УК, топ-30 брокеров – НФО	31–30 банков, 31–60 СК, 11–20 НПФ, 31–60 УК, 31–60 брокеров – НФО	61–90 банков, 61–90 СК, 21–30 НПФ, 61–90 УК, 61–90 брокеров – НФО	Остальные банки, 91–100 СК, 31–40 НПФ, остальные УК, остальные брокеры – НФО
<b>Банки</b>				
Амортизация по основным средствам и нематериальным активам	10,7	7,6	9,3	8,2
<b>Страховые компании</b>				
Амортизация основных средств	8	6	8	1
Расходы на рекламу и маркетинг	5	2	1	13
Амортизация программного обеспечения и прочих нематериальных активов	2	1	1	0
<b>НПФ</b>				
Амортизация основных средств	5	5	2	1
Реклама и маркетинг	1	1	0	0
Амортизация программного обеспечения и прочих нематериальных активов	2	1	1	1
<b>УК</b>				
Амортизация основных средств	2,9	2,1	5,8	3,9
Расходы на рекламу и маркетинг	2,8	0,5	0,5	0,3
Амортизация программного обеспечения и прочих нематериальных активов	0,6	0,7	0,6	0,5
<b>Брокеры – НФО</b>				
Амортизация основных средств	5	8	3	3
Расходы на рекламу и маркетинг	6	0	1	1
Амортизация программного обеспечения и прочих нематериальных активов	2	0	1	1

Источник: Банк России.

## Усиление рыночной власти продавцов

Консолидация финансовой отрасли приводит к снижению выгоды от продуктов для клиентов и повышению власти продавцов на рынке. Так, например, в 2020 году совокупное (постоянное + переменное) *вознаграждение НПФ/СЧА* (при инвестировании средств пенсионных накоплений), работающих с ОПС, было тем выше, чем крупнее фонд.

Аналогично доля комиссионного вознаграждения, выплачиваемого крупными страховщиками по страхованию от НС и болезней, выше, чем комиссии, выплачиваемые средними и небольшими компаниями. В условиях ограниченного выбора страховщиков, предлагаемого банками при заключении кредитных договоров, эффективность этого вида страхования для клиентов находится на невысоком уровне.

При выборе клиентами банков брокера или ДУ ключевым фактором также становится удобство обслуживания в рамках экосистемы банка, а не размер комиссий различных ПУ.

Ограничение негативных эффектов консолидации финансового рынка для потребителей требует контроля со стороны регулятора и ФАС.

## Цифровизация и конкуренция

Наращиванию рыночных долей крупных финансовых организаций компаний способствовал процесс цифровизации финансовых услуг. Степень цифровизации компании/банка влияет на доступность услуг прежде всего среди более молодого населения, которое привыкло приобретать товары и услуги в Интернете, не тратя на это много времени. Влияние уровня цифровизации на финансовый результат будет усиливаться по мере увеличения доли сегодняшней молодежи среди экономически активного населения, роста доли финансовой грамотности населения в области онлайн-услуг, а также с увеличением доступности Интернета в регионах.

Рост степени цифровизации мог способствовать увеличению долей крупных финансовых организаций, обладающих ресурсами для повышения технологичности предоставления услуг. Мы наблюдали усиление тенденции на снижение числа офисов и отделений компаний, а также количества агентов по продажам продуктов. У первых 30 страховых компаний доля интернет-продаж была существенно выше, чем у средних и небольших компаний.

Развитие банковских платформ и приложений, через которые банки могут продвигать как традиционные банковские, так и иные, в том числе нефинансовые, услуги, способствовало созданию банками экосистем, которые могут покрыть широкий спектр потребностей клиентов. О развитии экосистем заявляют несколько крупных банков (см. [«Обзор российского финансового сектора и финансовых инструментов, 2020 год»](#)). Преимуществом экосистем является аккумуляция большого объема данных о клиентах, что позволяет персонализировать предложения для клиентов благодаря предложению им наиболее востребованного набора продуктов по приемлемой для них цене. В то же время участие банков в экосистемах может способствовать накоплению рисков как для самих банков и их вкладчиков, так и для финансовой стабильности. Банк России планирует уделять внимание рискам таких банковских активов, и в 2021 году был опубликован доклад для общественных консультаций [«Регулирование рисков участия банков в экосистемах и вложений в имобилизованные активы»](#).

В 2021 году наметилась еще одна тенденция. Если в предыдущие годы российские экосистемы строились крупными банками на базе их онлайн-платформ, посредством которых банки начинали предлагать более широкий круг финансовых и нефинансовых услуг, то в прошедшем году на рынок банковских услуг стали выходить крупнейшие российские технологичные компании и маркетплейсы через покупку банков. В частности, свои банки приобрели Ozon, Wildberries, Yandex<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Кроме того, роль техов на российском финансовом рынке усиливается и благодаря активному предложению финансовых продуктов (в том числе рассрочки) в партнерстве с финансовыми организациями.

Пока объемы деятельности данных банков невелики и банки не генерировали прибыли. Однако все упомянутые интернет-ритейлеры после покупки банка начинали с относительно легкого шага – организации платежных сервисов через собственные КО. Это связано с тем, что многие платежные продукты не требуют большого капитала.

Кроме того, маркетплейсы замыкают внутри своих экосистем деньги и информацию о клиентах. Последняя может стать особенно важной для дальнейшей персонализации банковских услуг техами.

## 9. РЕГИОНАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА

- Несмотря на сокращение количества организаций, уровень проникновения финансовых услуг в регионы является достаточно высоким. Немаловажную роль в данном процессе играет цифровизация.
- Различия в объемах услуг финансовых организаций, предоставляемых физическим лицам, во многом зависят от макроэкономических особенностей регионов при сопоставимом уровне доступности.
- Москва лидирует по количеству клиентов финансовых организаций и объему оказываемых услуг. Вместе с тем региональное проникновение финансовых услуг в регионах выросло за время пандемии. Наименьшая географическая диверсификация среди всех рассматриваемых сегментов характерна для страхования.

В 2021 году существенно вырос уровень проникновения финансовых услуг<sup>1</sup> во всех регионах страны. Все федеральные округа демонстрируют рост объема выданных кредитов и привлеченных банками депозитов. Доступность банковских услуг в регионах является сопоставимой. Возможность удаленного открытия счета обеспечила более чем двукратный прирост клиентской базы на брокерском обслуживании и значительный прирост учредителей ДУ. Большую роль в этом играли дистанционные каналы продаж финансовых услуг самими финансовыми организациями. В части продаж стандартных финансовых продуктов финансовый маркетплейс МосБиржи – платформа «Финуслуги» по мере роста количества подключенных клиентов также сможет способствовать более высокому уровню проникновения услуг. В сегменте страхования усилилось доминирование Москвы во взносах по страхованию жизни, что может быть связано с преобладанием личных продаж, которые рентабельны при достаточно высоком размере инвестиций.

### **Региональная неоднородность банковских услуг**

Динамика розничных кредитов и депозитов характеризовалась высокой неоднородностью между регионами. Ключевую причину наблюдаемой неоднородности мы видим в различном уровне занятости и доходов на душу населения, а также деловой активности в регионах. Так, не все регионы демонстрировали прирост в объеме привлеченных депозитов после ужесточения ДКП в 2021 году, при этом наибольший рост был замечен в Центральном, Южном и Северо-Западном федеральных округах.

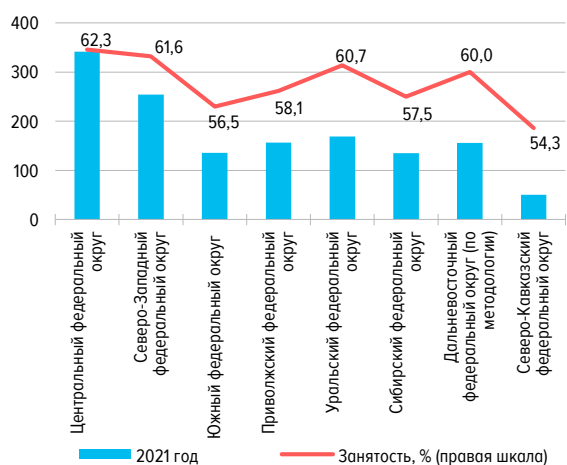
Регионы с большим оборотом розничной торговли демонстрировали более активную выдачу кредитов физическим лицам. Неоднородность в распределении объема привлеченных депозитов более значительная, чем по объему выданных кредитов (рис. 96, 97). Она может быть связана с тем, что жители Центрального федерального округа являются более активными пользователями банковских услуг. При этом в Центральном федеральном округе в 2020 году наблюдались максимальное количество счетов физических лиц на душу населения и наиболее активное использование банковских карт.

Занятость и доходы населения также влияют на структуру кредитования. Например, самая высокая (50%) доля ипотечных кредитов в общем объеме кредитов физическим лицам наблюдается в Центральном и Северо-Западном федеральных округах, самая низкая (39%) – в Северо-Кавказском федеральном округе. Вероятно, менее экономически благополучные округа имеют меньше возможностей для обслуживания длинных и больших кредитов.

<sup>1</sup> Региональный анализ НПФ не проводился. Программы НПО, как правило, являются элементом корпоративных социальных пакетов, и их величина зависит от наличия в регионе крупных предприятий.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПРИВЛЕЧЕНИЙ РУБЛЕВЫХ  
ДЕПОЗИТОВ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ, МЛН РУБ.  
НА ТЫС. НАСЕЛЕНИЯ, И УРОВНЯ ЗАНЯТОСТИ

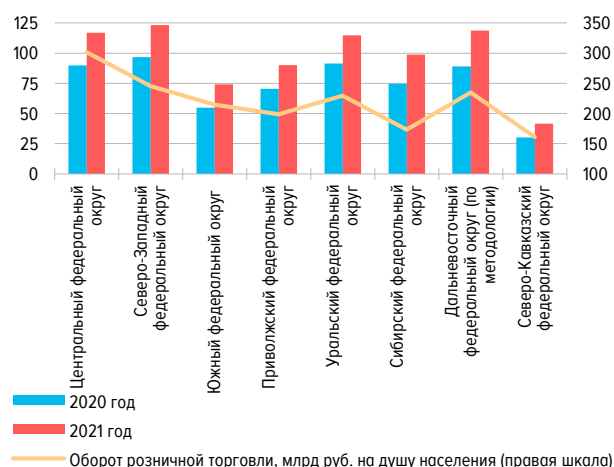
Рис. 96



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ВЫДАЧ РУБЛЕВЫХ РОЗНИЧНЫХ  
КРЕДИТОВ, МЛН РУБ. НА ТЫС. НАСЕЛЕНИЯ,  
И ОБОРОТА РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ

Рис. 97



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Отмеченными региональными особенностями, вероятно, обусловлены различия в уровне ставок. Так, в Северо-Кавказском федеральном округе наблюдаются самые низкие ставки по вкладам физических лиц и самые высокие – по кредитам. В Центральном федеральном округе, напротив, самые высокие ставки по депозитам и одни из самых низких по кредитам. Большие среднедушевые доходы и экономическая активность обуславливают большую конкуренцию КО за привлечение клиентов.

В зависимости от регионов может меняться ценовая политика одних и тех же федеральных банков: различия демонстрирует динамика ставок по вкладам, привлеченным в различных регионах федеральными банками. При этом местные банки, как правило, предлагают региональным вкладчикам более высокие ставки, чем федеральные банки. Вероятно, они вынуждены поддерживать более высокий уровень ставок, чтобы удерживать вкладчиков. Можно предположить, что более дешевое фондирование дополнительно усиливает позиции федеральных банков на местных рынках.

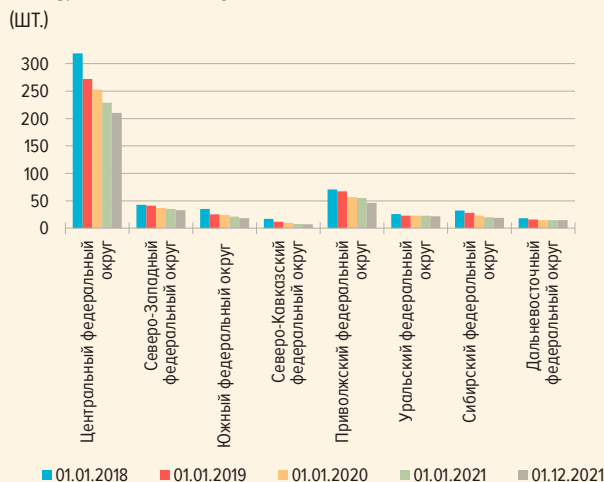
Региональная неоднородность в динамике рублевых ставок по розничным вкладам усилилась в 2021 году – ставки по депозитам, привлеченным от вкладчиков Центрального федерального округа, значительно быстрее среагировали на ужесточение ДКП. При этом в большинстве регионов наблюдалась асимметричная реакция на ДКП – снижение ставок при смягчении было более ощутимым, чем их рост при ужесточении.

### Врезка. Роль федеральных и местных банков

В российском банковском секторе преобладают федеральные банки<sup>1</sup>, и их роль усиливается в последние годы. Они занимают ключевое место в структуре привлечения рублевых депозитов физических лиц и выданных розничных и *корпоративных* рублевых кредитов, а также в привлечении депозитов нефинансовых организаций. Региональные банки, как правило, привлекают фондирование от вкладчиков из своего региона, кредитуя также преимущественно местных заемщиков.

Ведущая роль федеральных банков объясняется выгодами от эффекта масштаба, а также возможностью диверсификации рисков за счет функционирования в различных регионах, возможностью для дополнительного наращивания кредитования за счет участия в государственных программах. Кроме того, цифровизация, доступная в первую очередь крупнейшим федеральным банкам, дает им существенные преимущества и дополнительные возможности для привлечения клиентов региональных банков.

<sup>1</sup> К федеральным банкам мы относим КО, зарегистрированные в ЦФО или СЗФО и имеющие филиалы и структурные подразделения в большом количестве регионов России.

КОЛИЧЕСТВО КО, ЗАРЕГИСТРИРОВАННЫХ  
В РАЗЛИЧНЫХ РЕГИОНАХ

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

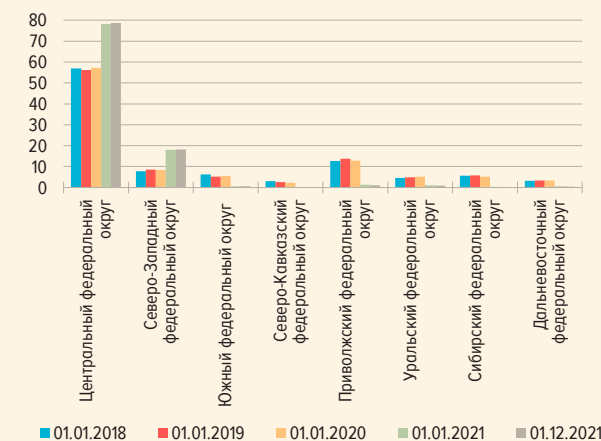
Рис. 98 РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ ДЕЙСТВУЮЩИХ КО  
ПО ФЕДЕРАЛЬНЫМ ОКРУГАМ (%)

Рис. 99

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Усиление федеральных банков может несколько замедлить трансмиссионный механизм ДКП. [Данная закономерность подтверждается в ряде исследований.](#)

При этом усиление роли федеральных банков, скорее всего, не приведет к снижению финансовой стабильности банковской системы, так как крупные федеральные банки имеют больше возможностей и экспертизы для управления всеми видами риска и обладают большими факторами поддержки.

## Проникновение услуг брокеров и управляющих

По состоянию на конец 2021 года физические лица – резиденты на брокерском обслуживании были распределены по регионам в основном пропорционально численности населения и объему валового регионального продукта. Топ-3 региона (Москва, Санкт-Петербург, Московская область) консолидируют 22% от общего числа клиентов<sup>2</sup> и 58% от общего объема активов. При этом большая часть брокерских счетов (63%) в целом по стране имела нулевые остатки активов (не фондированы). Поэтому мы рассматривали и анализировали показатели количества клиентов с фондированными счетами на 1 тыс. человек населения<sup>3</sup>, а также среднего размера фондированного счета клиента<sup>4</sup>.

Количество клиентов на брокерском обслуживании в регионах с наибольшей долей розничных инвесторов (табл. 7) достигает 80 человек на 1 тыс. человек населения. В целом по России количество клиентов на брокерском обслуживании с фондированными счетами составляет около 50 человек на 1 тыс. человек населения (разброс по отдельным регионам – от 7 до 80, медиана – 42). Регионы с наибольшим проникновением брокерских клиентов (табл. 7) находились в лидерах по уровню среднедушевых доходов, что вполне закономерно. В целом по стране наблюдается умеренная положительная связь между среднедушевыми доходами и количеством клиентов с фондированными счетами (коэффициент корреляции – 0,54, рис. 118).

Средний размер фондированного брокерского счета по России составляет 1,1 млн рублей (при этом разброс по регионам оказывается более сильным, чем по количеству счетов на душу

<sup>2</sup> Данные отчетности не исключают двойного счета, поскольку уникальность клиента определяется лишь в рамках отдельно взятого брокера или управляющего. Регион клиента определяется по месту его регистрации (по паспорту).

<sup>3</sup> Численность населения по данным Росстата на 01.01.2021.

<sup>4</sup> Доли пустых и фондированных счетов определялись по выборке из девяти организаций, на которые приходилось 94% от общего числа клиентов на брокерском обслуживании на 30.06.2021.

населения: от 0,06 до 3,4 млн рублей, медиана – 0,5 млн рублей). Это связано с высокой долей пустых счетов в отдельных регионах, которая колеблется от 54 до 81%. То есть даже в самых развитых регионах каждый второй брокерский счет – пустой. При этом наблюдается высокая корреляция показателя доли пустых счетов с уровнем безработицы в регионе (коэффициент корреляции – 0,71). При этом можно выделить два условных кластера регионов: с безработицей до 10% и выше 13% (рис. 119). Высокая доля пустых счетов может объясняться активной работой компаний по продвижению брокерских услуг, которая приводит к массовому открытию счетов потенциальными клиентами, у которых нет средств для их дальнейшего фондирования.

На степень проникновения брокерских услуг влияет уровень спроса на них в регионах, однако в течение 2021 года темпы роста клиентской базы в Москве были ниже среднероссийских, что объясняется постепенным исчерпанием потенциала привлечения клиентов с высоким уровнем дохода. Компаниям для органического роста приходится активнее вовлекать клиентов из других регионов со сравнительно более низким уровнем доходов в ходе различных рекламных кампаний (бонусы и кешбэк за инвестиции). В то же время такие клиенты в целом более чувствительны к возможным финансовым потерям.

Отрасль ДУ в целом более концентрирована и характеризуется высоким средним размером счета. Топ-3 региона по количеству клиентов в ДУ (Москва, Московская область, Санкт-Петербург) совпадает с регионами-лидерами на брокерском обслуживании. При этом они консолидируют 29% от общего числа клиентов и 63% от всех инвестиционных портфелей. Доля пустых счетов в сегменте не превышает 1%, поэтому данные счета существенно не искажают статистику.

Во второй половине 2021 года отрасль ДУ перешла к привлечению клиентов с низким объемом вложений в ходе маркетинговых акций (например, совместно с операторами мобильной связи). На рынке появились стратегии с входным порогом от 200 рублей, что привело к значительному росту клиентской базы (в том числе из регионов за пределами топ-3) и снижению среднего размера счета.

Количество клиентов с фондированными счетами в ДУ в целом по стране в 8 раз ниже, чем аналогичный показатель по брокерским клиентам (6 против 50). Однако средний размер портфеля остается выше (1,4 млн против 1,1 млн рублей). Основные показатели проникновения клиентов приведены в табл. 8.

### **Региональные особенности клиентов страховщиков**

Наибольшая региональная концентрация среди рассматриваемых сегментов присуща сегменту страхования жизни (кроме страхования жизни заемщиков). В 2021 году более половины страховых премий по договорам страхования жизни, заключенным с физическими лицами, пришлось на Москву. Объемы премий, собранные в других регионах, в основном распределены пропорционально численности населения и объему валового регионального продукта. На топ-3 региона (Москва, Московская область, Санкт-Петербург) пришлось 58% страховых премий и 61% заключенных договоров страхования.

При этом уровень проникновения и средняя величина вложений в регионах по договорам страхования жизни в целом ниже, чем по другим рассматриваемым сегментам. Это может быть связано с меньшей осведомленностью клиентов о таких продуктах по сравнению, например, с инвестированием через брокерские счета и, соответственно, большей трудностью продвижения таких продуктов. Реализация программ ИСЖ и НСЖ происходит в основном в офисах банков и требует определенного времени для разъяснения его особенностей клиентам. Такие продажи становятся рентабельными лишь с определенного уровня вложений, что делает продвижение таких программ непривлекательным в ряде регионов, для которых характерны невысокие объемы средних инвестиций граждан.

Уровень проникновения страхования жизни (кроме страхования жизни заемщиков) в Москве достигает 63 договоров на 1 тыс. человек населения (табл. 9). По остальным регионам России этот показатель не превышает 10 договоров, медианное значение составляет 5 договоров. В целом по стране наблюдается невысокая положительная связь между среднедушевыми доходами и числом заключенных договоров страхования жизни (коэффициент корреляции – 0,41). Мы также отмечаем достаточно широкий разброс отношений премии по договорам страхования к числу заключенных договоров (от 32 тыс. до 783, при среднем – 279 тыс.).

В 2021 году региональная неравномерность распределения премий и числа договоров сохранялась. Темпы роста премий и числа заключенных договоров в Москве были выше, чем в среднем по России. Таким образом, в страховании жизни потенциал привлечения столичных клиентов еще не исчерпан.

### **Доступность финансовых услуг в регионах**

Региональная неоднородность в динамике кредитов, депозитов и процентных ставок объясняется макроэкономическими особенностями отдельных регионов, а не спецификой местного банковского сектора. Несмотря на снижение количества зарегистрированных банков, большинство федеральных округов, за исключением Северо-Кавказского, в настоящее время демонстрируют сопоставимую доступность банковских услуг. Так как банки и их приложения служат основным каналом продаж и для НФО, это позволяет сделать вывод о доступности финансовых услуг в целом. Количество электронных терминалов и удаленных точек обслуживания в расчете на душу населения в различных федеральных округах является сопоставимым. Удаленные точки обслуживания и электронные терминалы позволяют банкам охватывать население без открытия офлайн-офисов. Это косвенно подтверждает сопоставимый уровень проникновения основных финансовых услуг в разных регионах. Кроме того, доступность финансовых услуг растет также за счет наличия онлайн-каналов обслуживания.

Цифровизация помогала банкам и их финансовым группам продвигать свои услуги, повышать скорость и удобство обслуживания. Наличие онлайн-каналов сыграло существенную роль в предоставлении финансовых услуг в условиях пандемии. В то же время переход на использование онлайн-приложений, как правило, более удобен для молодых и экономически активных людей. Для пожилых людей сокращение офлайн-офисов часто оказывалось более болезненным и усложняло использование ими финансовых услуг.

Таким образом, несмотря на сохранение региональной неоднородности по объему финансовых услуг, получить необходимую финансовую услугу в регионах стало легче. Большую роль в этом сыграли цифровизация и развитие дистанционных каналов продаж. В то же время объем предоставляемых финансовых услуг во многом зависит от макроэкономических показателей конкретного региона.

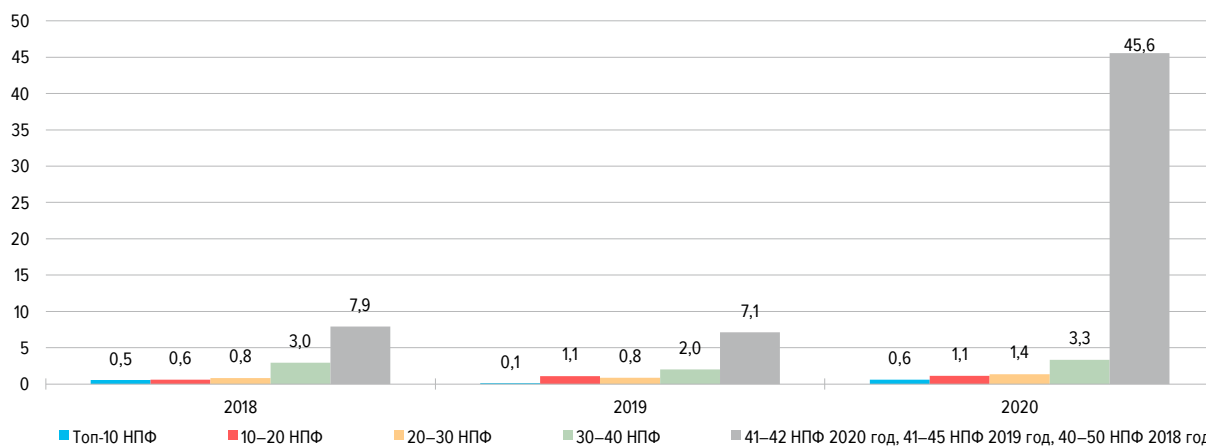


## ПРИЛОЖЕНИЕ

РАСХОДЫ НПФ В ЧАСТИ УСТАВНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ/(СЧА ПРИ ИНВЕСТИРОВАНИИ СРЕДСТВ ПН + СЧА ПРИ РАЗМЕЩЕНИИ СРЕДСТВ ПР)

Рис. 100

(%)

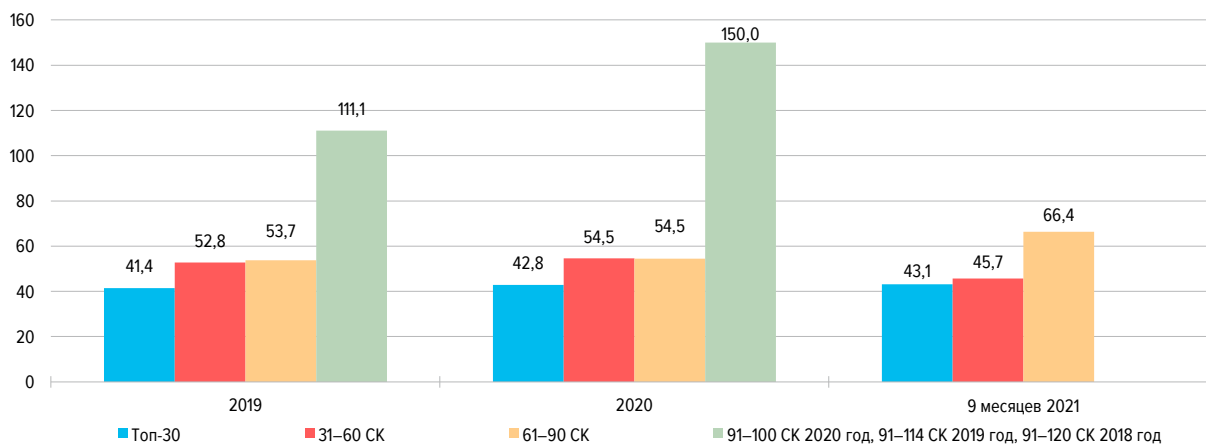


Примечание. В 2018 году значение для группы 51–52 фондов составило 284,7%.  
Источник: Банк России.

ДОЛЯ РАСХОДОВ НА ВЕДЕНИЕ ДЕЛА РОССИЙСКИХ СТРАХОВЩИКОВ\*

Рис. 101

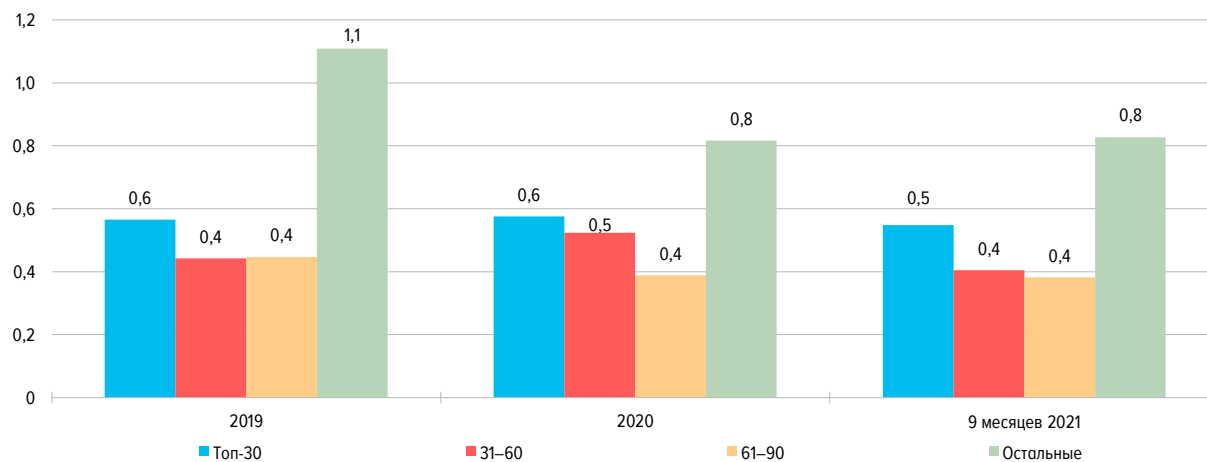
(%)



\* Без учета страховщиков жизни (доля взносов по страхованию жизни более 50%) и страховых медицинских организаций.  
Источник: Банк России.

РАСХОДЫ УК (РАСХОДЫ НА ПЕРСОНАЛ + ПРЯМЫЕ ОПЕРАЦИОННЫЕ РАСХОДЫ + ОБЩЕХОЗЯЙСТВЕННЫЕ РАСХОДЫ)/АКТИВЫ ПОД УПРАВЛЕНИЕМ (АКТИВЫ ПИФ + АКТИВЫ, ПРИНЯТЫЕ В ДУ)  
(%)

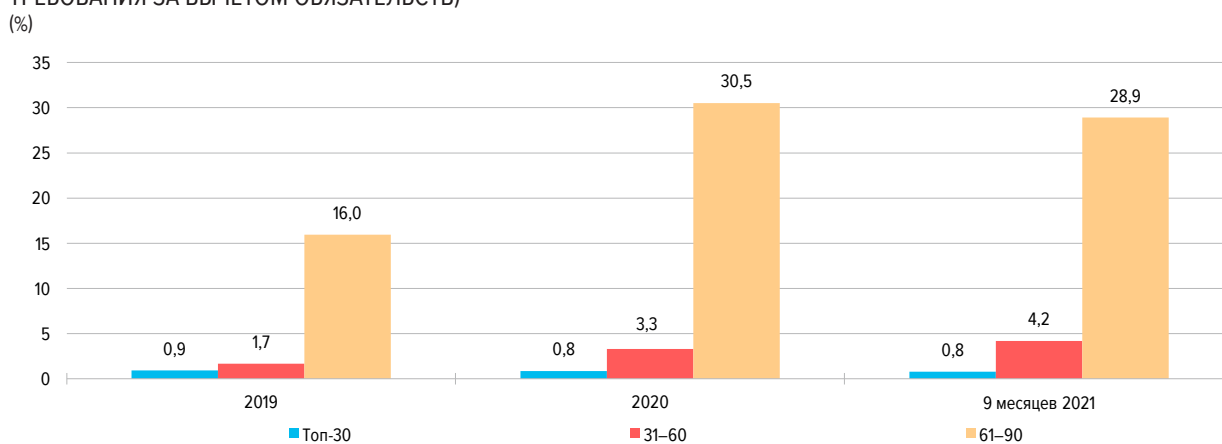
Рис. 102



Источник: Банк России.

РАСХОДЫ БРОКЕРОВ – НФО (РАСХОДЫ НА ПЕРСОНАЛ + ПРЯМЫЕ ОПЕРАЦИОННЫЕ РАСХОДЫ + ОБЩЕХОЗЯЙСТВЕННЫЕ РАСХОДЫ)/АКТИВЫ НА СЧЕТАХ КЛИЕНТОВ (ДЕНЕЖНЫЕ СРЕДСТВА + ЦЕННЫЕ БУМАГИ + ТРЕБОВАНИЯ ЗА ВЫЧЕТОМ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ)  
(%)

Рис. 103

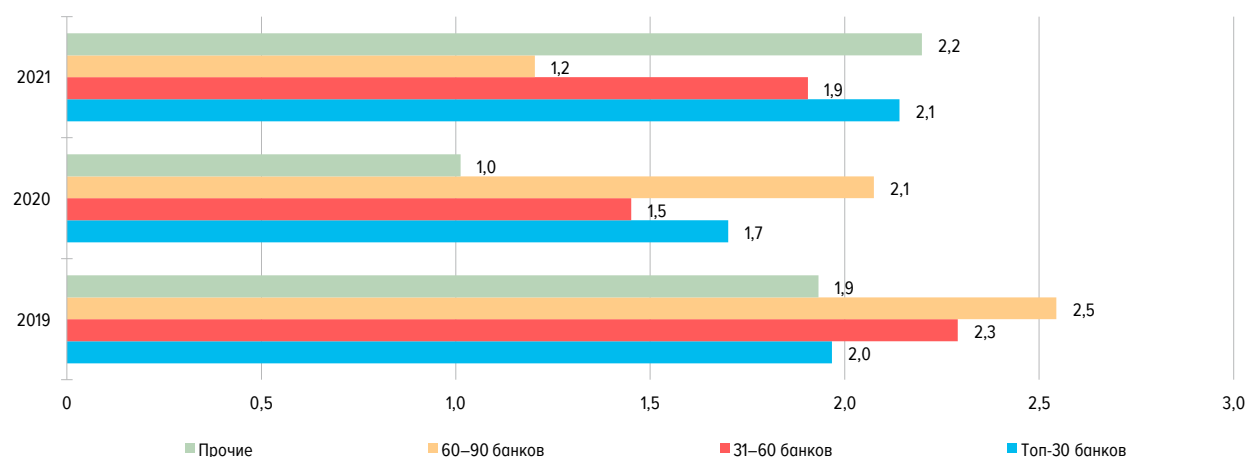


Отношение расходов к активам по группе остальных компаний (ниже 90 места по величине активов) в 2020 году составило 21 512%, в 2019 году – 975%. В категорию «остальные» вошли в том числе организации с брокерской лицензией, для которых брокерская деятельность не является основной.

Источник: Банк России.

РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ АКТИВОВ ПО ГРУППАМ БАНКОВ  
(%)

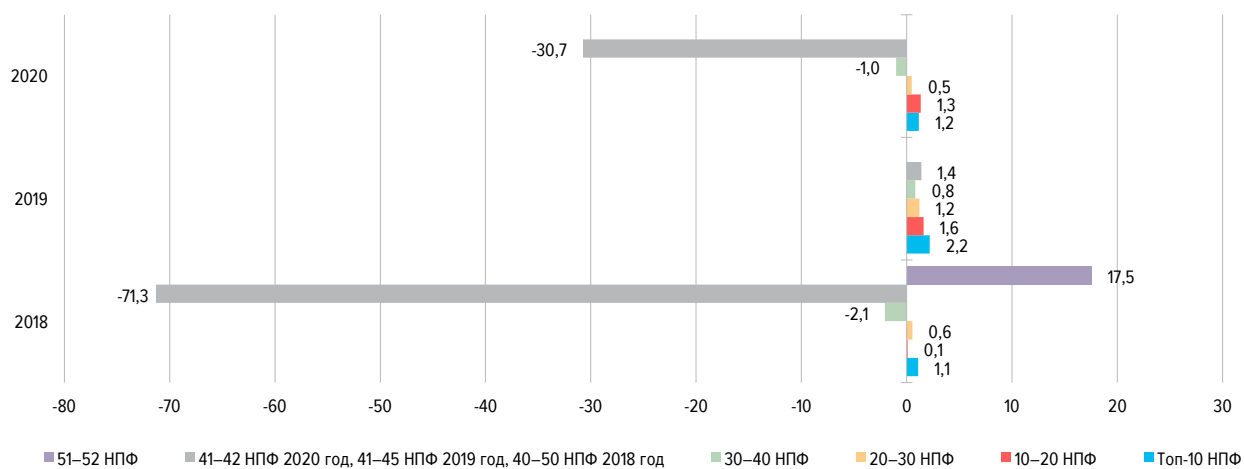
Рис. 104



Источник: Банк России.

## ОТНОШЕНИЕ ПРИБЫЛИ К СОВОКУПНОЙ СЧА ПО ГРУППАМ НПФ (%)

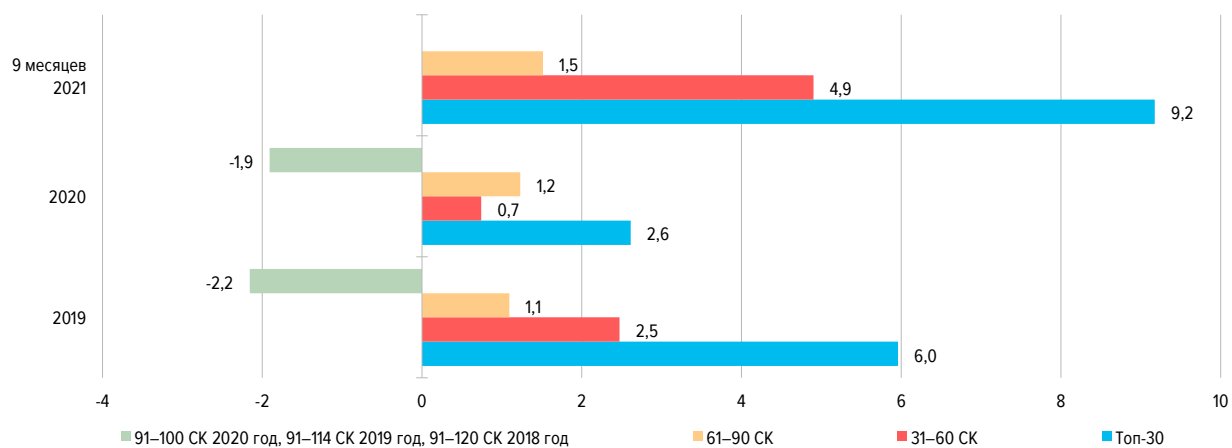
Рис. 105



Источник: Банк России.

## РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ АКТИВОВ ПО ГРУППАМ СТРАХОВЩИКОВ (%)

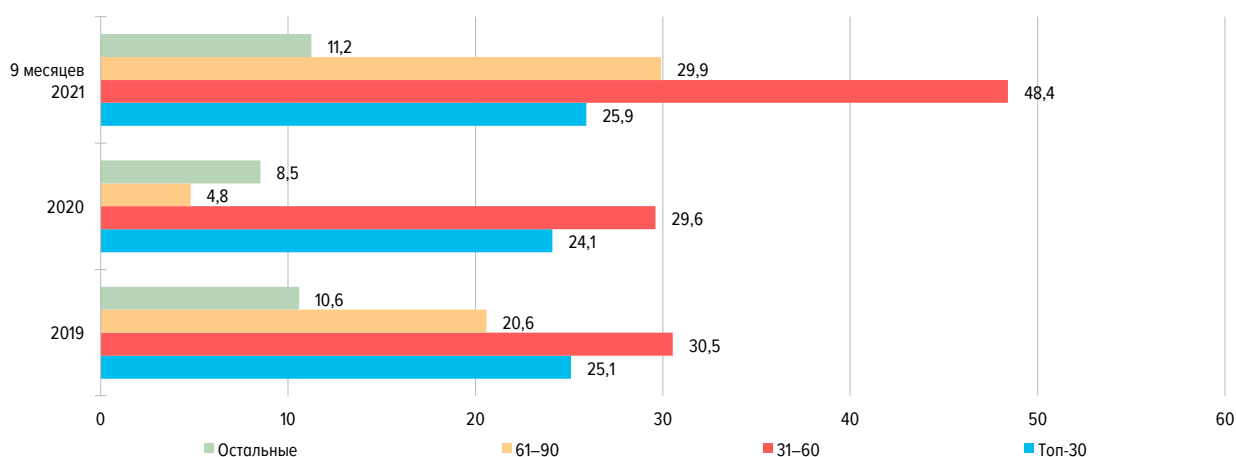
Рис. 106



Источник: Банк России.

## РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ АКТИВОВ ПО ГРУППАМ УК (%)

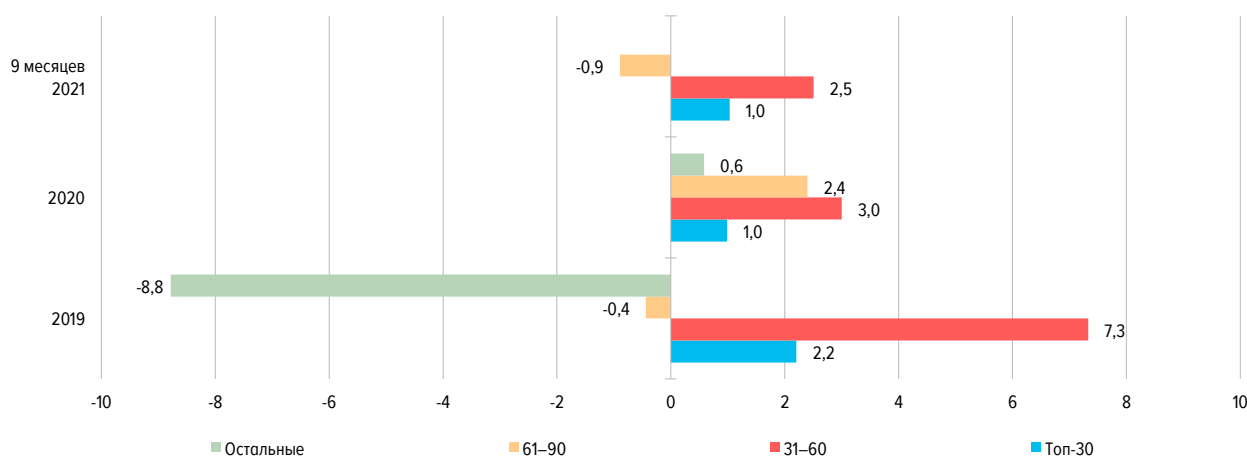
Рис. 107



Источник: Банк России.

РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ АКТИВОВ ПО ГРУППАМ БРОКЕРОВ – НФО  
(%)

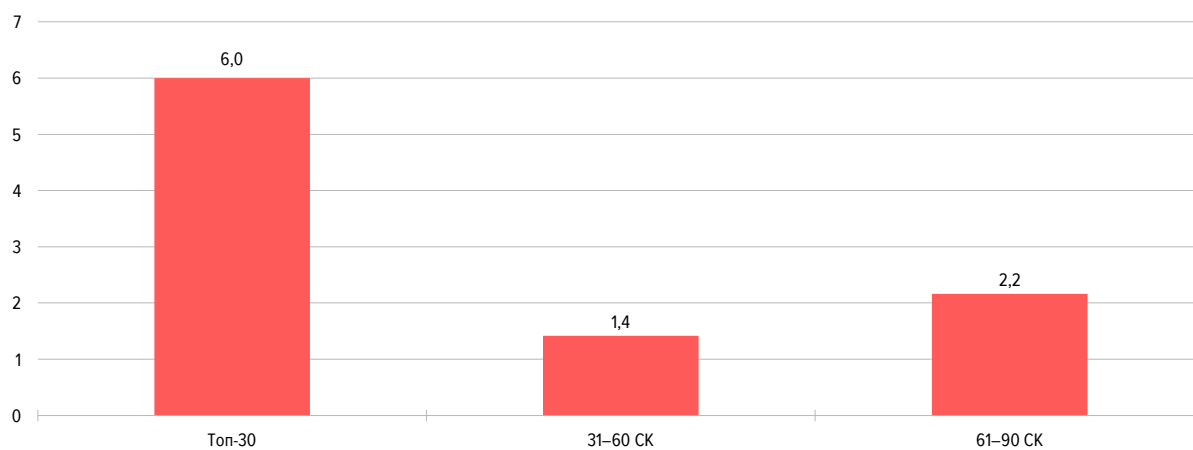
Рис. 108



Источник: Банк России.

ДОЛЯ ВЗНОСОВ, ПОЛУЧЕННЫХ СТРАХОВЩИКАМИ ЧЕРЕЗ ИНТЕРНЕТ, 9 МЕСЯЦЕВ 2021 ГОДА  
(%)

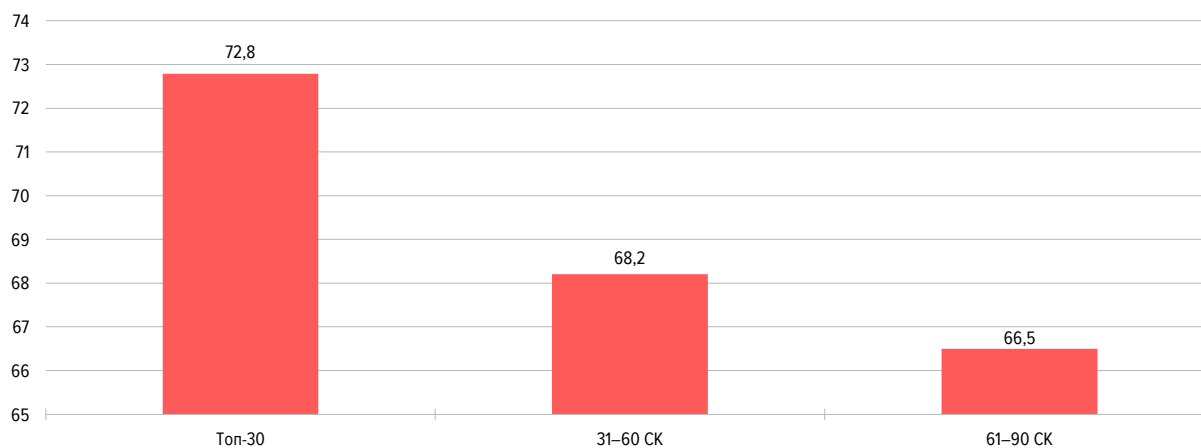
Рис. 109



Источник: Банк России.

ДОЛЯ КОМИССИОННОГО ВОЗНАГРАЖДЕНИЯ СТРАХОВЫХ КОМПАНИЙ ПО СТРАХОВАНИЮ ОТ НС И БОЛЕЗНЕЙ,  
9 МЕСЯЦЕВ 2021 ГОДА  
(%)

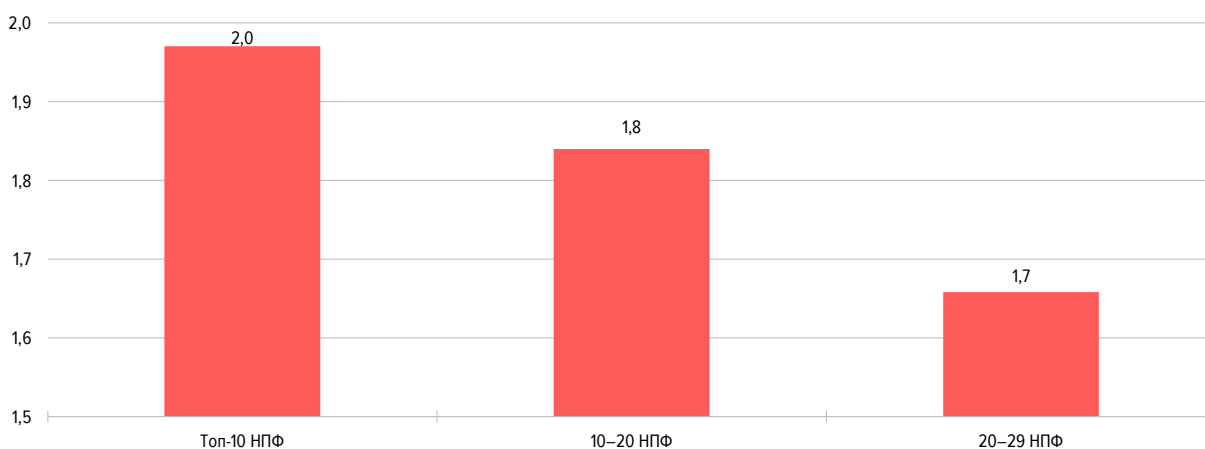
Рис. 110



Источник: Банк России.

### ВЕЛИЧИНА ВОЗНАГРАЖДЕНИЯ НПФ, ОСУЩЕСТВЛЯЮЩЕГО ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ПО ОПС, В ЗАВИСИМОСТИ ОТ РАЗМЕРА ФОНДА, 2020 ГОД (%)

Рис. 111

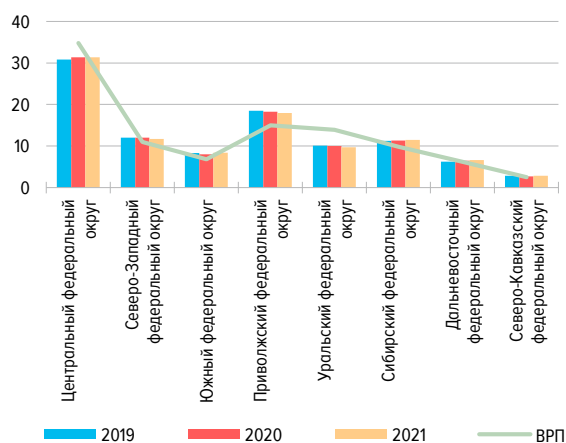


Источник: Банк России.

### РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ВЫДАЧ РУБЛЕВЫХ РОЗНИЧНЫХ КРЕДИТОВ И ВАЛОВОГО РЕГИОНАЛЬНОГО ПРОДУКТА (% ОТ ОБЩЕГО ОБЪЕМА ПО СТРАНЕ)

Рис. 112

(% ОТ ОБЩЕГО ОБЪЕМА ПО СТРАНЕ)

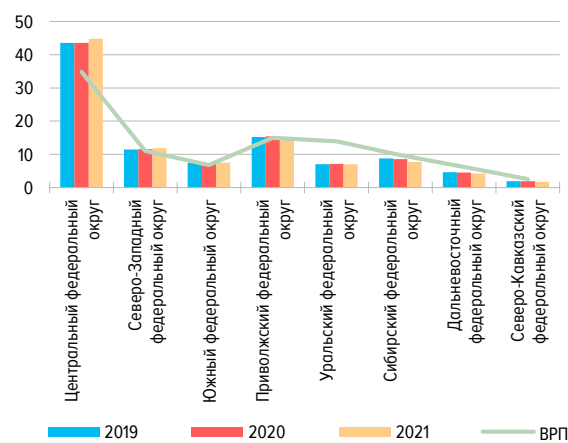


Источники: Банк России, расчеты ДИП.

### РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПРИВЛЕЧЕННЫХ ДЕПОЗИТОВ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В РУБЛЯХ И ВАЛОВОГО РЕГИОНАЛЬНОГО ПРОДУКТА (% ОТ ОБЩЕГО ОБЪЕМА ПО СТРАНЕ)

Рис. 113

(% ОТ ОБЩЕГО ОБЪЕМА ПО СТРАНЕ)



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

### ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ПЛАТЕЖНЫХ КАРТ И КОРРЕСПОНДЕНТСКИХ СЧЕТОВ В РАЗЛИЧНЫХ РЕГИОНАХ (КОЛИЧЕСТВО НА ТЫС. ЧЕЛОВЕК ВЗРОСЛОГО НАСЕЛЕНИЯ)

Рис. 114

(КОЛИЧЕСТВО НА ТЫС. ЧЕЛОВЕК ВЗРОСЛОГО НАСЕЛЕНИЯ)



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

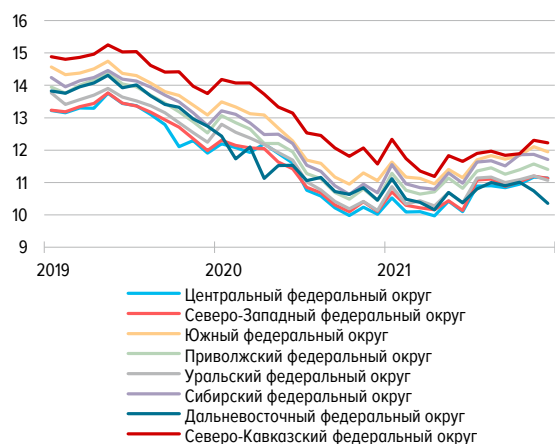
### КОЛИЧЕСТВО СЧЕТОВ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ ПО ДОГОВОРАМ БАНКОВСКОГО СЧЕТА В РАЗЛИЧНЫХ РЕГИОНАХ (КОЛИЧЕСТВО НА ТЫС. ЧЕЛОВЕК ВЗРОСЛОГО НАСЕЛЕНИЯ)

Рис. 115

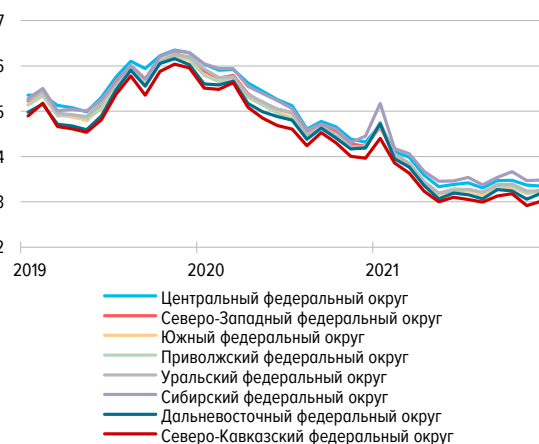
(КОЛИЧЕСТВО НА ТЫС. ЧЕЛОВЕК ВЗРОСЛОГО НАСЕЛЕНИЯ)



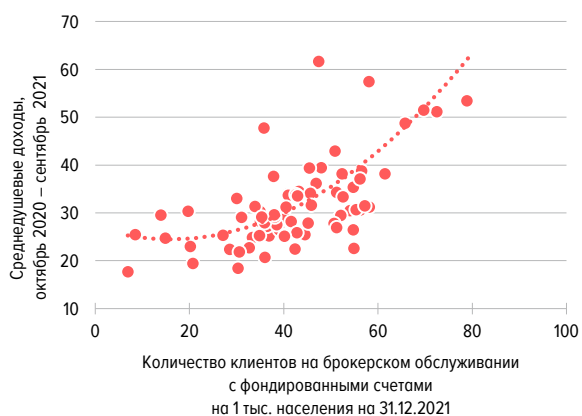
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**ДИНАМИКА СТАВОК ПО РОЗНИЧНЫМ ДЕПОЗИТАМ, ПРИВЛЕЧЕННЫМ ФЕДЕРАЛЬНЫМИ БАНКАМИ В РАЗНЫХ РЕГИОНАХ**Рис. 116  
(% ГОДОВЫХ)

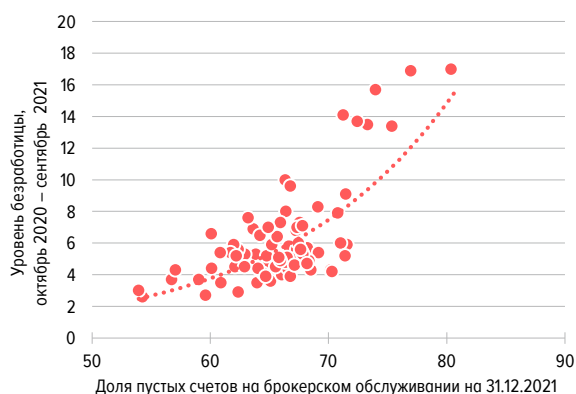
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**ДИНАМИКА СТАВОК ПО РОЗНИЧНЫМ КРЕДИТАМ, ВЫДАННЫМ ФЕДЕРАЛЬНЫМИ БАНКАМИ В РАЗЛИЧНЫХ РЕГИОНАХ**Рис. 117  
(% ГОДОВЫХ)

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**СООТНОШЕНИЕ КОЛИЧЕСТВА КЛИЕНТОВ (ЛИЦ НА 1 ТЫС. НАСЕЛЕНИЯ) И СРЕДНЕДУШЕВЫХ ДОХОДОВ ПО РЕГИОНАМ**Рис. 118  
(ТЫС. РУБ.)

Источники: Банк России, Росстат.

**СООТНОШЕНИЕ ДОЛИ ПУСТЫХ СЧЕТОВ НА БРОКЕРСКОМ ОБСЛУЖИВАНИИ И УРОВНЯ БЕЗРАБОТИЦЫ ПО РЕГИОНАМ**Рис. 119  
(%)

Источники: Банк России, Росстат, результаты опроса крупнейших брокеров.

## ДИНАМИКА КРЕДИТОВ, ДЕПОЗИТОВ И ОСНОВНЫХ МАКРОПАРАМЕТРОВ ПО РЕГИОНАМ

Табл. 5

	Депозиты физических лиц, объем привлечений, трлн руб.					Депозиты нефинансовых организаций, объем привлечений, трлн руб.					Кредиты физическим лицам, объем выдач, трлн руб.					Основные макроэкономические показатели		
	2019	2020	2021	прирост г/г 2020	прирост г/г 2021	2019	2020	2021	прирост г/г 2020	прирост г/г 2021	2019	2020	2021	прирост г/г 2020	прирост г/г 2021	Среднедушевые денежные доходы (в месяц), тыс руб.	Потребительские расходы в месяц, тыс руб.	Занятость в 2019 году, %
По всем срокам																		
Центральный федеральный округ	13,8	12,6	13,4	-8,9	6,7	169,6	188,3	242,7	11,0	28,9	2,9	3,5	4,6	21,8	30,1	48,2	35,1	62,3
Северо-Западный федеральный округ	3,6	3,3	3,5	-8,2	6,2	29,4	32,7	32,4	11,2	-1,0	1,1	1,3	1,7	19,3	27,2	39,4	29,5	61,6
Южный федеральный округ	2,3	2,1	2,2	-10,5	6,5	5,2	7,1	9,9	36,4	39,7	0,8	0,9	1,2	15,4	35,3	30,7	25,9	56,5
Приволжский федеральный округ	4,8	4,4	4,6	-7,5	2,5	14,9	19,5	23,0	31,1	17,8	1,7	2,1	2,6	17,9	27,7	28,6	22,6	58,1
Уральский федеральный округ	2,2	2,1	2,1	-8,0	1,6	8,1	11,1	13,6	37,3	22,3	0,9	1,1	1,4	18,8	25,8	37,2	27,2	60,7
Сибирский федеральный округ	2,8	2,5	2,3	-10,8	-6,5	7,9	9,8	12,0	23,0	22,6	1,1	1,3	1,7	20,6	32,4	28,0	20,8	57,5
Дальневосточный федеральный округ	1,5	1,3	1,3	-11,9	-1,9	4,5	5,6	7,1	23,8	26,6	0,6	0,7	1,0	23,9	33,4	39,1	28,7	60,0
Северо-Кавказский федеральный округ	0,6	0,5	0,5	-10,2	-7,1	1,0	1,1	1,1	1,8	4,5	0,3	0,3	0,4	13,9	38,3	24,4	19,4	54,3

– рост

– снижение

максимум

минимум

## РЕГИОНАЛЬНАЯ ДИНАМИКА РОЗНИЧНЫХ СТАВОК ПО БАНКАМ, СРЕДНЕЕ ЗА ПЕРИОД

Табл. 6

	Депозиты физических лиц					Кредиты физическим лицам				
	2019 год	2020 год	2021 год	прирост за 2020 год	прирост за 2021 год	2019 год	2020 год	2021 год	прирост за 2020 год	прирост за 2021 год
Центральный федеральный округ	5,7	3,9	4,5	-1,8	0,5	12,6	10,7	10,3	-1,9	-0,4
Северо-Западный федеральный округ	5,6	3,9	4,2	-1,7	0,4	12,7	10,8	10,3	-1,9	-0,4
Южный федеральный округ	5,4	3,8	4,1	-1,7	0,3	13,7	11,7	11,2	-2	-0,5
Приволжский федеральный округ	5,5	3,8	4,1	-1,7	0,3	13,2	11,2	10,8	-2	-0,4
Уральский федеральный округ	5,5	3,9	4,3	-1,6	0,4	12,9	11	10,6	-1,9	-0,5
Сибирский федеральный округ	5,7	4	4,2	-1,7	0,2	13,4	11,3	11	-2	-0,3
Дальневосточный федеральный округ	5,7	4	4,2	-1,7	0,2	13,3	11	10,3	-2,3	-0,6
Северо-Кавказский федеральный округ	5,3	3,6	3,7	-1,7	0,1	14,3	12,4	11,6	-1,8	-0,8

<span style="background-color: #d9ead3; border: 1px solid #ccc; display: inline-block; width: 15px; height: 10px;"></span>	– рост
<span style="background-color: #f4cccc; border: 1px solid #ccc; display: inline-block; width: 15px; height: 10px;"></span>	– снижение
<span style="background-color: #d9ead3; border: 1px solid #ccc; display: inline-block; width: 15px; height: 10px;"></span>	максимум
<span style="background-color: #f4cccc; border: 1px solid #ccc; display: inline-block; width: 15px; height: 10px;"></span>	минимум

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

## ТОП-10 РЕГИОНОВ С НАИБОЛЬШИМ ПРОНИКНОВЕНИЕМ КЛИЕНТОВ НА БРОКЕРСКОМ ОБСЛУЖИВАНИИ НА 31.12.2021

Табл. 7

Показатель	Количество клиентов с фондируемыми счетами на 1 тыс. населения, ед.	Количество клиентов с фондируемыми счетами, тыс. ед.	Объем активов, млрд руб.	Средний размер фондируемого счета, млн руб.	Доля пустых счетов	Место региона по среднему размеру фондируемого счета
Москва	80	1 007	3 455	3,4	54	1
Санкт-Петербург	79	425	662	1,6	54	2
Московская область	72	558	692	1,2	57	4
Тюменская область	70	263	200	0,8	61	16
Мурманская область	66	48	26	0,5	60	47
Республика Татарстан (Татарстан)	61	239	285	1,2	62	6
Магаданская область	58	8	11	1,4	62	3
Пермский край	58	150	112	0,7	66	19
Камчатский край	58	18	14	0,8	59	15
Республика Башкортостан	57	229	94	0,4	66	60
<b>Всего по топ-10</b>	<b>72</b>	<b>2 947</b>	<b>5 552</b>	<b>1,9</b>	<b>58</b>	-
<b>Остальные регионы</b>	<b>42</b>	<b>4 425</b>	<b>2 670</b>	<b>0,6</b>	<b>66</b>	-
<b>В целом по Российской Федерации</b>	<b>50</b>	<b>7 371</b>	<b>8 223</b>	<b>1,1</b>	<b>63</b>	-
Доля топ-10, %	-	40	68	-	-	-

Примечание. Доли пустых и фондируемых счетов определялись по выборке из 9 организаций, на которые приходилось 94% от общего числа клиентов на брокерском обслуживании.

Данные по Тюменской области включают Ханты-Мансийский и Ямало-Ненецкий автономные округа.

Источники: Банк России, Росстат.



ТОП-10 РЕГИОНОВ С НАИБОЛЬШИМ ПРОНИКНОВЕНИЕМ КЛИЕНТОВ В ДОВЕРИТЕЛЬНОМ УПРАВЛЕНИИ  
НА 31.12.2021

Табл. 8

Показатель	Количество клиентов с фондируемыми счетами на 1 тыс. населения, ед.	Количество клиентов с фондируемыми счетами, тыс. ед.	Объем активов, млрд руб.	Средний размер фондируемого счета, млн руб.	Доля пустых счетов	Место региона по среднему размеру фондируемого счета
Москва	11,4	144	563	3,9	0,3	1
Тюменская область	8,7	33	34	1	0,2	14
Санкт-Петербург	7,5	40	132	3,3	0,3	2
Московская область	7,3	56	70	1,2	0,3	9
Пермский край	7,2	19	11	0,6	0,2	32
Омская область	7,2	14	7	0,5	0,1	44
Мурманская область	7,2	5	4	0,8	0,1	23
Ульяновская область	6,9	8	3	0,4	0,2	61
Архангельская область	6,7	8	2	0,3	0,1	71
Свердловская область	6,7	29	26	0,9	0,1	21
<b>Всего по топ-10</b>	<b>9</b>	<b>355</b>	<b>853</b>	<b>2,4</b>	<b>0</b>	-
<b>Остальные регионы</b>	<b>5</b>	<b>484</b>	<b>355</b>	<b>0,7</b>	<b>0</b>	-
<b>В целом по Российской Федерации</b>	<b>6</b>	<b>839</b>	<b>1 208</b>	<b>1,4</b>	<b>0</b>	-
Доля топ-10, %	-	42	71	-	-	-

Примечание. Доли пустых и фондируемых счетов определялись по выборке из 7 организаций, на которые приходилось 85% от общего числа клиентов на брокерском обслуживании.

Источники: Банк России, Росстат.

ТОП-10 РЕГИОНОВ С НАИБОЛЬШИМ ПРОНИКНОВЕНИЕМ СТРАХОВАНИЯ ЖИЗНИ ПО ДОГОВОРАМ,  
ЗАКЛЮЧЕННЫМ С ФИЗИЧЕСКИМИ ЛИЦАМИ (КРОМЕ СТРАХОВАНИЯ ЖИЗНИ ЗАЕМЩИКОВ), В 2021 ГОДУ

Табл. 9

Показатель	Оценка числа заключенных договоров на 1 тыс. населения, ед.	Оценка объема взносов, млн руб.	Премии/число договоров, тыс. руб.	Место региона по числу заключенных договоров
Москва	63,4	196	244	1
Магаданская область	8,7	0	347	20
Республика Бурятия	7,9	1	166	30
Кировская область	7,6	2	259	22
Республика Тыва	7,2	0	143	67
Чукотский автономный округ	6,9	0	86	81
Амурская область	6,8	1	207	44
Ямало-Ненецкий автономный округ (Тюменская область)	6,6	2	469	58
Тюменская область (кроме Ханты-Мансийского автономного округа – Югры и Ямало-Ненецкого автономного округа)	6,4	4	455	20
Хабаровский край	6,2	3	396	28

Источники: Банк России, Росстат.

## УДАЛЕННЫЕ ТОЧКИ И ЭЛЕКТРОННЫЕ ТЕРМИНАЛЫ ОБСЛУЖИВАНИЯ ПО ОКРУГАМ

Табл. 10

	2020	2020
	Количество удаленных точек обслуживания с работниками КО в расчете на 1 млн человек взрослого населения	Количество электронных терминалов, установленных в организациях торговли (услуг) (POS-терминалов), в расчете на 1 млн человек взрослого населения
Российская Федерация	160	31 080
Центральный федеральный округ	134	33 585
Северо-Западный федеральный округ	175	37 702
Южный федеральный округ	157	28 611
Северо-Кавказский федеральный округ	102	10 778
Приволжский федеральный округ	178	29 062
Уральский федеральный округ	191	35 872
Сибирский федеральный округ	186	31 904
Дальневосточный федеральный округ	172	33 648

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

## СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ И УСЛОВНЫХ ОБОЗНАЧЕНИЙ

**БМР** – Банк международных расчетов

**БПИФ** – биржевой паевой инвестиционный фонд

**ВВП** – валовой внутренний продукт

**ГЭП (процентный)** – (от англ. **GAP** – «разрыв») – разница между активами и пассивами, чувствительными к изменению процентной ставки, в разрезе сроков, оставшихся до погашения

**ДВФО** – Дальневосточный федеральный округ

**ДИП** – Департамент исследований и прогнозирования Банка России

**ДКП** – денежно-кредитная политика

**ДУ** – доверительное управление

**ИСЖ** – инвестиционное страхование жизни

**КО** – кредитная организация

**МВФ** – Международный валютный фонд

**Минфин России** – Министерство финансов Российской Федерации

**МФО** – микрофинансовая организация

**НПФ** – негосударственный пенсионный фонд

**НС** – несчастные случаи

**НСЖ** – накопительное страхование жизни

**НФО** – некредитная финансовая организация

**ОПИФ** – открытый паевой инвестиционный фонд

**ОПС** – обязательное пенсионное страхование

**ОФЗ** – облигации федерального займа

**ОФЗ-АД** – облигации федерального займа с амортизацией долга

**ОФЗ-ИН** – облигации федерального займа с номиналом, индексируемым в зависимости от уровня инфляции

**ОФЗ-ПД** – облигации федерального займа с постоянным купонным доходом

**ОФЗ-ПК** – облигации федеральных займов с плавающим купоном

**ПДН** – показатель долговой нагрузки

**ПИФ** – паевой инвестиционный фонд

**ПН НПФ** – пенсионные накопления негосударственного пенсионного фонда

**ПР НПФ** – пенсионные резервы негосударственного пенсионного фонда

**ПУ** – профессиональный участник

**ПУ-НФО** – профессиональный участник – некредитная финансовая организация

**ПФО** – Приволжский федеральный округ

**ПФР** – Пенсионный фонд Российской Федерации

**СЗФО** – Северо-Западный федеральный округ

**СК** – страховая компания

**СКФО** – Северо-Кавказский федеральный округ

**СРО** – саморегулируемые организации

**СФО** – Сибирский федеральный округ

**СФР** – страны с формирующимися рынками

**СЧА** – стоимость чистых активов

**УК** – управляющая компания

**УФО** – Уральский федеральный округ

**ФАС** – Федеральная антимонопольная служба России

**ФРС** – Федеральная резервная система США

**ЦФО** – Центральный федеральный округ

**ЧПД** – чистый процентный доход

**ЮФО** – Южный федеральный округ

**AMF** – Управление по финансовым рынкам Франции

**Bid-ask спред** – спред между ценами покупки и продажи, характеризующий величину трансакционных издержек

**ETN – (от англ. Exchange Traded Notes)** – биржевые ноты

**ETF – (от англ. Exchange Traded Fund)** – индексный фонд, паи (акции) которого обращаются на бирже

**FINRA** – Служба регулирования отрасли финансовых услуг США

**FRA – (от англ. Forward rate agreement)** – Соглашение о будущей процентной ставке

**LIBOR – (от англ. London Interbank Offered Rate)** – Лондонская межбанковская ставка предложения

**MCFTR** – Индекс полной доходности акций

**MOSPRIME – (от англ. Moscow Prime Offered Rate)** – независимая индикативная ставка предоставления рублевых кредитов (депозитов) на московском денежном рынке

**OIS – (от англ. Overnight index swap)** – своп, при котором ставка овернайт обменивается на фиксированную процентную ставку

**REIT – (от англ. Real Estate Investment Trust)** – Инвестиционный фонд недвижимости

**RGBITR** – Индекс полной доходности государственных ценных бумаг

**RUCBITR** – Индекс полной доходности корпоративных облигаций

**RUONIA – (от англ. Ruble Overnight Index Average)** – «эталонная» процентная ставка, представляющая собой взвешенную процентную ставку по необеспеченным межбанковским кредитам (депозитам) в рублях на условиях овернайт